

1 Introducción

En el segundo semestre de 2013 la economía española se adentró en una incipiente recuperación, apoyada en factores tanto externos como internos

A partir de la segunda mitad de 2013 se fue consolidando un escenario de incipiente recuperación de la economía española, que ha encontrado continuidad en los primeros meses de 2014. El PIB pasó a mostrar tasas intertrimestrales de crecimiento positivas, aunque moderadas, y se inició una modesta creación neta de empleo. En este cambio han confluído factores tanto externos como internos. Las decisiones de política económica adoptadas por los Gobiernos del área del euro, los avances en la gobernanza de la UEM y la política monetaria expansiva del BCE han contribuido a relajar las tensiones financieras, aunque todavía siguen siendo elevadas, y a sostener la frágil recuperación de la economía europea. A su vez, internamente, se han producido avances significativos en la reestructuración del sistema bancario y en la corrección, en diversa medida, de los desequilibrios de índole fiscal y de competitividad, entre otros. La acción conjunta en estos frentes ha propiciado una suavización de las adversas condiciones de financiación y una recuperación de la confianza tanto de los inversores internacionales como de las familias y de las empresas nacionales, que han permitido a la economía española superar las tensiones extremas de 2012 y salir de la segunda recesión de la crisis.

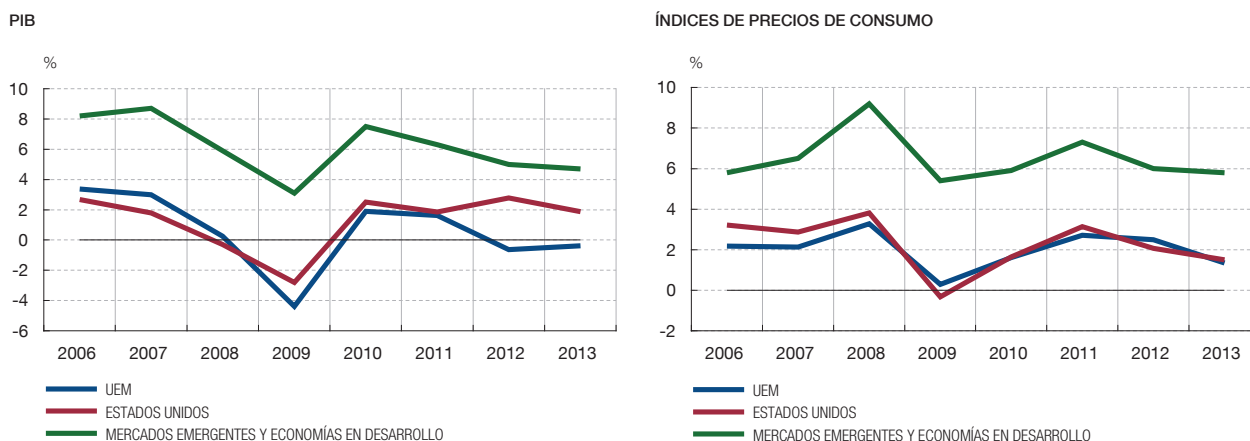
Pero los retos siguen siendo considerables, por lo que la consolidación de la recuperación requiere perseverar en las acciones que han propiciado el cambio de tendencia

Las características y la profundidad de la crisis suponen numerosos retos para el afianzamiento de la recuperación y el establecimiento de una nueva senda de crecimiento basada en pautas de estabilidad. La incertidumbre y los riesgos son aún elevados, y los niveles del PIB y de empleo siguen siendo todavía muy inferiores a los que se habían alcanzado con anterioridad a aquella. Para afrontar satisfactoriamente estos retos es necesario que, a escala europea, se profundice en las actuaciones de política económica encaminadas a reforzar el todavía débil crecimiento y se continúe avanzando en la hoja de ruta para alcanzar una genuina unión económica y monetaria, singularmente en la unión bancaria, a la vez que, en el ámbito interno de la política económica, se mantenga la dinámica de corrección de los desequilibrios y se avance en la agenda de reformas. La compleja situación en la que se desenvuelve la economía española, según el análisis que contiene este Informe, subraya la importancia de profundizar en las medidas estructurales que afiancen la capacidad de crecimiento a largo plazo, mejoren la competitividad y faciliten el logro de los objetivos de estabilidad presupuestaria necesarios para restablecer la sostenibilidad de las finanzas públicas. Solo así se logrará restituir de manera duradera la confianza interna y externa, y avanzar en la progresiva reducción de los elevados niveles de endeudamiento que pesan sobre las decisiones de gasto de los agentes, tema que se aborda de manera monográfica en el capítulo 2 de este Informe.

2 El impulso exterior a la recuperación de la economía española

La actividad económica global repuntó en la segunda mitad de 2013 y el foco de las tensiones se ha ido desplazando hacia las economías emergentes

Tras un primer semestre de limitado dinamismo, la actividad económica mundial repuntó en la segunda mitad de 2013, de modo que el año se cerró con un avance del PIB global del 3% y una tendencia creciente en la evolución del comercio internacional. La recuperación se sustentó, fundamentalmente, en el comportamiento de las economías avanzadas, singularmente la estadounidense, ya que en el bloque formado por las emergentes y en desarrollo se registró una cierta pérdida de dinamismo (véase gráfico 1.1). Los cambios en la política monetaria instrumentados por la Reserva Federal en respuesta al comportamiento de la economía americana y la propia evolución de algunos de los desequilibrios acumulados en las economías emergentes están propiciando un aumento de la incertidumbre y de los riesgos vinculados al comportamiento futuro de estas últimas.



FUENTE: Fondo Monetario Internacional (WEO, abril de 2014).

Las tasas de inflación son, en general, moderadas

Las tasas de inflación se han mantenido, en general, en registros moderados, sobre todo en las economías avanzadas, donde la actividad continúa situándose por debajo de su potencial y las políticas monetarias han adoptado un tono fuertemente expansivo.

En los primeros compases de 2014 se han mantenido las mismas tendencias

Los indicadores económicos que han ido apareciendo a lo largo de la parte transcurrida de 2014 y las previsiones de los analistas y de las organizaciones internacionales apuntan, en general, al mantenimiento en 2014 de las principales tendencias observadas en el tramo final del año pasado: progresiva recuperación de la economía global, mayor reequilibrio entre la contribución de las economías avanzadas y las emergentes y en desarrollo, desplazamiento del principal foco de incertidumbre y de riesgos desde las primeras hacia estas últimas, y ausencia de riesgos inflacionistas.

El PIB del área del euro registró tasas de crecimiento positivas a partir del segundo trimestre, estimulado por un contexto exterior más favorable...

El área del euro participó también en la recuperación de la actividad global y registró, a partir del segundo trimestre de 2013, tasas intertrimestrales de crecimiento del PIB positivas, aunque en su conjunto el ejercicio supuso un retroceso del producto de cuatro décimas. El mayor dinamismo del comercio internacional estimuló la demanda externa, al tiempo que el progresivo desplazamiento del foco de las tensiones hacia las economías emergentes proporcionó un cierto alivio de las tensiones en los mercados financieros europeos, que repercutió favorablemente sobre la demanda interna del área.

... por las decisiones de política económica adoptadas por los Gobiernos de los Estados miembros, tanto en el plano nacional...

Pero el creciente dinamismo de la zona del euro se sustentó también en las decisiones de política económica adoptadas internamente. Por un lado, los Gobiernos de los Estados miembros, dentro de sus ámbitos nacionales de actuación, continuaron avanzando en los procesos de consolidación fiscal y de reformas estructurales, de acuerdo con las recomendaciones elaboradas por la Comisión Europea en el marco del Semestre Europeo. Los programas de apoyo financiero (a Grecia, Irlanda, Portugal y Chipre) registraron progresos importantes, sobre todo en los casos de Irlanda, que lo concluyó en diciembre, y de Portugal, que lo hizo en mayo. También finalizó en los primeros compases de 2014 el programa parcial de ayuda financiera para la recapitalización del sistema bancario español. Todo ello ha proporcionado un impulso adicional al proceso de restauración de la confianza interna y externa en la solidez del proyecto europeo.

... como en el marco de la gobernanza del área en su conjunto...

Asimismo, en el ámbito de la gobernanza del área, la Comisión Europea revisó en el verano de 2013 los objetivos de déficit público marcados a los distintos Estados miembros para acomodarlos en mayor medida a la situación cíclica de las diferentes economías y favorecer así pautas de consolidación fiscal que no obstaculicen el crecimiento.

También se han registrado a lo largo de 2013 y de la parte transcurrida de 2014 avances significativos en el proceso de creación del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), cuyo diseño está prácticamente concluido y que entrará en pleno funcionamiento en el tramo final de 2014. Esta centralización de la supervisión bancaria permite soslayar el problema de gobernanza económica que planteaba la coexistencia —dentro de una economía fuertemente bancarizada como es la del área del euro— de, por un lado, una política monetaria y una divisa únicas en un contexto de libre circulación de capitales y, por otro, una política de supervisión microprudencial todavía fragmentada a escala de los Estados miembros.

Se han registrado igualmente progresos en el ámbito del Mecanismo Único de Resolución (MUR), la otra pieza fundamental del proyecto de unión bancaria, aunque en este caso restan aún por concretar aspectos de gran trascendencia, como, por ejemplo, el diseño de los mecanismos de respaldo financiero. La unión bancaria marca un hito esencial en la hoja de ruta establecida hacia una genuina unión económica y monetaria, y del acierto en su diseño final dependerá que se puedan romper definitivamente los vínculos entre riesgos bancarios y soberanos, que suponen aún un obstáculo importante para superar la fragmentación de los mercados financieros del área, y, consiguientemente, afianzar su recuperación económica.

... y por la política monetaria expansiva del BCE, en un contexto en el que la inflación se ha situado por debajo y alejada de la referencia del 2 %

El mayor dinamismo económico de la UEM es deudor también de la política monetaria fuertemente acomodaticia que el BCE ha venido poniendo en práctica desde el inicio de la crisis. Esta línea de acción se profundizó en 2013. En el frente convencional, se llevaron a cabo dos nuevas bajadas de los tipos de interés oficiales, hasta situar el de las operaciones principales de financiación en el mínimo histórico del 0,25 % y el de la facilidad de depósito en el 0 %. En el frente no convencional, además de mantener la provisión abundante de liquidez a largo plazo, a partir del verano se puso en práctica una política activa de indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*, en la terminología anglosajona). Más concretamente, el Consejo de Gobierno del banco central ha transmitido al público su expectativa de que los tipos de interés se mantengan en su nivel actual o en uno inferior por un período prolongado.

Las decisiones de política monetaria se han tomado en un contexto complejo, en el que la inflación, desde el 2 % registrado en enero de 2013, siguió una clara trayectoria descendente a lo largo del ejercicio, hasta situarse por debajo del 1 % tanto en el tramo final del año como en los primeros compases de 2014. En conjunción con las previsiones del propio BCE y del resto de los analistas, estos datos configuran un escenario en el que el crecimiento de los precios podría situarse a cierta distancia —por debajo— del umbral del 2 % durante un período relativamente prolongado. Aunque las expectativas de inflación a largo plazo continúan ancladas en valores compatibles con el objetivo marcado de estabilidad de precios, en un contexto en el que el grado de holgura de la economía de la UEM es alto, la persistencia de bajas tasas de inflación durante un período de tiempo dilatado aumenta el riesgo de que se puedan desanclar y supone un peligro para la sostenibilidad de la recuperación y un obstáculo añadido a la necesaria absorción de los desequilibrios internos que afectan a la UEM (véase recuadro 1.1). Por ello, el BCE continúa manteniendo un grado elevado de acomodación monetaria y ha reiterado su disposición a tomar medidas adicionales, tanto convencionales como no convencionales, en caso necesario.

En el transcurso de 2013, la inflación experimentó una acusada desaceleración tanto en España como en el conjunto de la UEM, situándose la variación interanual del IAPC en diciembre de 2013 en el 0,3 % y el 0,8 %, respectivamente. Esta trayectoria se ha prolongado en los meses transcurridos de 2014. Las previsiones de los analistas privados, las de organismos oficiales o las implícitas en las cotizaciones de mercados financieros suponen el mantenimiento de la inflación en niveles muy reducidos durante un período de tiempo prolongado (véase cuadro 1). En concreto, para el conjunto del área del euro, las proyecciones disponibles apuntan a un retorno muy lento a tasas próximas al 2 %, así como a un diferencial negativo entre España y la UEM. No obstante, las expectativas de inflación a más largo plazo se mantienen ancladas en torno a valores ligeramente inferiores a la referencia del 2 % (véase gráfico 1).

La reciente trayectoria descendente de la inflación se debe a la desaparición de algunos factores de naturaleza transitoria, ligados al proceso de consolidación fiscal, así como a la evolución de los precios de la energía y del tipo de cambio, aunque también a elementos de

carácter más permanente. Entre estos últimos, cabe destacar la moderación de los costes laborales por unidad de producto, así como un importante exceso de capacidad ociosa. La incidencia de estos factores ha sido mayor en España que en el conjunto de la UEM, como consecuencia del proceso de ajuste en curso en nuestro país para recuperar la competitividad perdida durante la etapa de expansión.

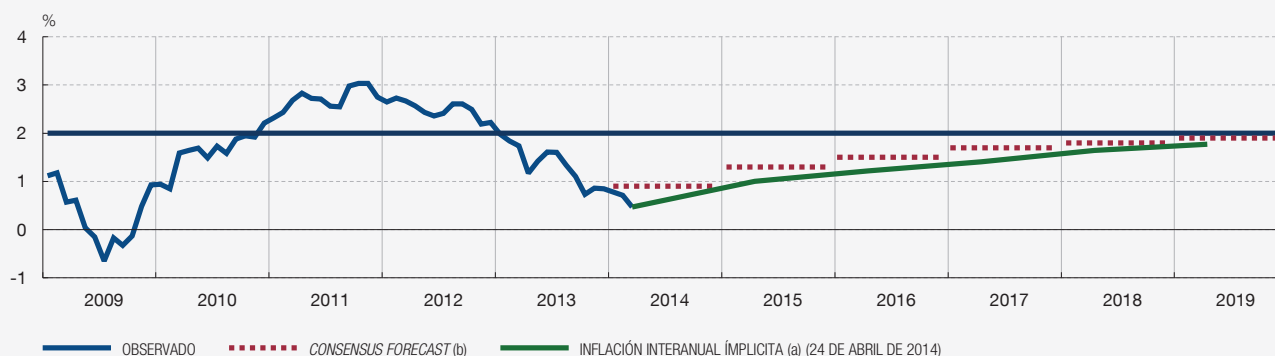
En este contexto de inflación muy reducida, ha cobrado relevancia el análisis de escenarios en los que pudieran producirse retrocesos en los precios y, en última instancia, procesos deflacionarios, con caídas de precios generalizadas y sostenidas. En este sentido, los indicadores de difusión muestran que los retrocesos de precios no están demasiado extendidos ni en España ni en el área del euro (véase gráfico 2)¹, si bien han aumentado durante el año 2013, aunque sin alcanzar todavía los valores máximos observados a finales

1 Estos indicadores miden el porcentaje de las partidas del IAPC, ponderadas por el gasto y en términos ajustados de estacionalidad, que presentan caídas intermensuales.

1 PREVISIONES DE INFLACIÓN

España	2014	2015	2016
<i>Consensus Forecast</i> (abril de 2014)	0,3	1,0	1,5
Comisión Europea (febrero de 2014)	0,3	0,9	—
FMI (abril de 2014)	0,3	0,8	0,9
UEM			
BCE (marzo de 2014)	1,0	1,3	1,5
<i>Consensus Forecast</i> (abril de 2014)	0,9	1,3	1,5
Comisión Europea (febrero de 2014)	1,0	1,3	—
FMI (abril de 2014)	0,9	1,2	1,3
Contratos de <i>swap</i> de inflación (24 de abril de 2014)	1,0	1,2	1,4

1 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LARGO PLAZO



FUENTE: Eurostat.

a Obtenido a partir de los contratos de *swap* de inflación.

b Las previsiones de *Consensus Forecast* a partir del tercer año solo se actualizan en abril y octubre de cada año.

de 2009 y principios de 2010. No obstante, a diferencia de aquel período, la reciente ralentización de los precios está siendo especialmente relevante en el caso de los precios de los servicios, que, al ser particularmente intensivos en empleo, se han visto más afectados por la moderación salarial y las mejoras de productividad.

En todo caso, a la hora de evaluar escenarios de caídas sostenidas de precios es necesario distinguir entre las implicaciones para el conjunto del área del euro y las de España. Un retroceso de los precios en un país miembro del área del euro podría reflejar el ajuste de precios relativos necesario para la corrección de algunos de sus desequilibrios. En este sentido, cabe señalar que las perturbaciones originadas en desarrollos positivos por el lado de la oferta conllevan caídas de precios de naturaleza benigna, al venir acompañadas de mayores niveles de producto y ocupación. Entre estas, cabe destacar las ligadas a reformas estructurales que mejoren la productividad de la economía o que incrementen el grado de competencia en los mercados de productos y factores². Por el contrario, las perturbaciones de demanda contractivas pueden ser más perniciosas, al combinar retrocesos en los precios y en la actividad, y, si se retroalimentan, pueden originar una espiral deflacionista.

Una situación de caída generalizada y persistente de los precios puede limitar el dinamismo de la actividad por diversos canales. En primer lugar, la expectativa de mantener una inflación reducida presiona al alza el tipo de interés real esperado, lo que lleva a posponer el gasto privado. Además, si, como sucede actualmente, los tipos de interés nominales están próximos a cero, la capacidad de la política monetaria convencional para corregir este efecto queda muy limitada. En segundo lugar, al estar los contratos de deuda

especificados en términos nominales, los retrocesos de precios aumentan el coste en términos reales de su servicio, lo que es particularmente relevante en países como España, donde el volumen de deuda de familias y de empresas es todavía elevado. Por último, y con carácter más general, una inflación muy baja en el conjunto del área del euro dificulta el logro de ganancias de competitividad respecto al conjunto por parte de un país individual.

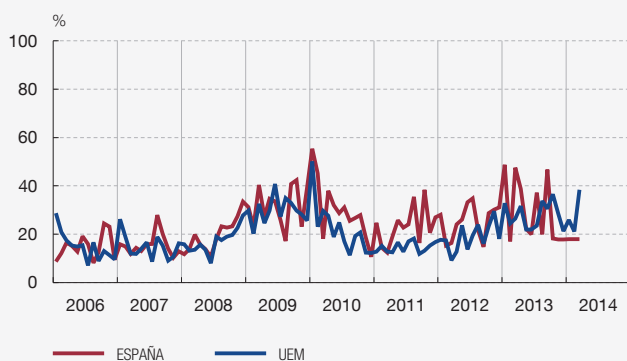
En cualquier caso, un escenario de inflación muy moderada puede desencadenar efectos especialmente adversos si genera un desanclaje de las expectativas de inflación a largo plazo que reduzca la efectividad de la política monetaria, aumentando los tipos de interés reales. No obstante, en la actualidad ni los hogares europeos parecen esperar retrocesos de los precios de consumo (véase gráfico 3) ni las expectativas de inflación a largo plazo se alejan del 2 %.

El modelo de equilibrio general BEMOD, estimado para España y el resto del área del euro, permite analizar la probabilidad de diferentes escenarios de evolución de los precios en torno a las predicciones del Eurosistema. En particular, se puede evaluar con qué probabilidad se podrían observar tasas de inflación moderada (inferior al 1 % en el promedio de 2014) o bien caídas de precios de cierta intensidad (tasas por debajo de -1 %)³. Las estimaciones realizadas muestran que los escenarios de inflación inferior al 1 % son muy probables, especialmente en España, mientras que los escenarios con caídas

2 Véanse J. Andrés, Ó. Arce y C. Thomas (2014), *Structural reforms in a debt overhang*. Documento de Trabajo del Banco de España de próxima publicación, y el recuadro 1.2 en este mismo capítulo.

3 La interpretación de los resultados requiere tener en cuenta que las simulaciones realizadas incorporan la restricción de que los tipos de interés nominales no pueden ser negativos (*zero lower bound*), si bien no consideran la posibilidad de implementar medidas de política monetaria no convencional. Adicionalmente, en estos ejercicios no se tiene en cuenta el canal de deflación de deuda, por lo que se podría estar infraestimando el coste total de las caídas generalizadas y sostenidas de precios. Por último, para tener en cuenta la dependencia de las perturbaciones estructurales se emplean técnicas de remuestreo (*bootstrapping*).

2 INDICADORES DE DIFUSIÓN. PORCENTAJE DE GASTO (a)



FUENTES: Banco de España y Comisión Europea.

a Calculado sobre series ajustadas de estacionalidad.

3 EXPECTATIVAS DE CAÍDAS DE PRECIOS EN LOS PRÓXIMOS DOCE MESES
Encuestas de opinión de la Comisión Europea



de precios superiores al 1 % son bastante poco probables. Adicionalmente, para evaluar en qué medida un nivel de inflación algo más elevado en el conjunto de la UEM puede facilitar el ajuste competitivo necesario en España, se ha realizado un ejercicio alternativo en el que, como resultado de una política monetaria más expansiva, la inflación del área del euro aumenta 50 pb en 2014 y 2015, acercándose al objetivo del 2 % a finales de 2015. Bajo este nuevo escenario, la probabilidad de que la inflación española sea inferior al -1 % se reduce de manera apreciable.

En suma, la evidencia disponible parece señalar que la inflación va a permanecer en niveles reducidos durante un período de tiempo prolongado, pero que la probabilidad de generación de un proceso costoso de deflación en el momento actual es limitada. En cualquier caso, el proceso de ajuste en términos de competitividad todavía pendiente en algunas economías del área, como la española, se vería facilitado si la tasa de inflación de la UEM convergiera hacia su objetivo de largo plazo a un ritmo algo mayor que el anticipado actualmente.

En junio, ya cerrado este Informe Anual, el BCE adoptó un paquete muy amplio de medidas que incluían un nuevo recorte de los tipos oficiales de intervención; una serie de operaciones singulares de financiación a largo plazo diseñadas explícitamente para promover el crédito; la prolongación de la política de satisfacción plena de las peticiones de liquidez de las entidades hasta, al menos, diciembre de 2016; el final de la política de esterilización de las compras de activos realizadas en el marco del Programa para los Mercados de Valores (SMP, por sus siglas en inglés), y la aceleración de los trabajos de preparación relacionados con la compra en firme de determinados activos procedentes de la titulización (ABS, en terminología inglesa).

Las condiciones financieras en la UEM han experimentado una clara mejoría, aunque no se puede hablar aún de normalidad

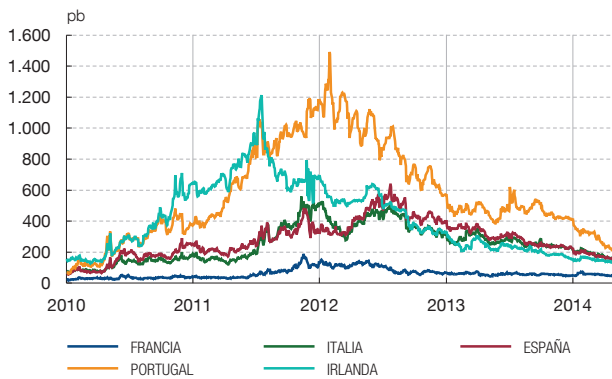
Los principales indicadores reflejan una evidente rebaja del grado de tensión en las condiciones financieras del área. Primas de riesgo, volatilidades o calificaciones crediticias han registrado, en general, mejoras importantes a lo largo de 2013 y en la parte transcurrida de 2014 (véase gráfico 1.2). La resistencia mostrada ante perturbaciones de carácter político o geoestratégico ha sido, asimismo, mayor que en etapas anteriores. Sin embargo, el proceso de restauración de la normalidad está siendo lento, dista aún de haberse completado y sigue estando expuesto al riesgo de nuevas perturbaciones. La negativa evolución del crédito, y en particular del concedido a las empresas, afecta no solo a las economías más severamente castigadas por la crisis, sino también al conjunto de la UEM, y dificulta el proceso de recuperación económica. Además, los diferenciales que todavía persisten en los costes de financiación vigentes en los distintos Estados miembros reflejan todavía un grado de fragmentación de los mercados financieros que no es compatible con el normal funcionamiento de una unión monetaria y que impide que los impulsos monetarios expansivos alcancen de manera eficaz las circunscripciones en las que son más necesarios.

3 El ajuste y la recuperación de la economía española

La mejoría del entorno exterior y la reducción del clima de inestabilidad financiera propiciaron el inicio de la recuperación de la economía española en la segunda mitad del año pasado

La economía española inició una mejora gradual a lo largo de 2013, de modo que, en el tercer trimestre, superó la recesión que había iniciado dos años antes, con avances modestos del PIB (véase gráfico 1.3). Este cambio de trayectoria, que ha continuado en los primeros meses de 2014, se vio propiciado también por el alivio de las tensiones financieras y por una mejora paulatina de la percepción sobre la situación del mercado laboral, que contribuyeron a reducir la incertidumbre y a aumentar la confianza. A todo ello se sumó un mayor gradualismo en la política de ajuste presupuestario, tras la decisión del Consejo Europeo de julio de retrasar en dos años la fecha para situar el déficit público por debajo del 3 % del PIB, lo que comportó una relajación del objetivo de déficit de 2 puntos porcentuales (pp) a mitad de año, desde el 4,5 % del PIB al 6,5 % del PIB.

DIFERENCIALES SOBERANOS FRENTE A ALEMANIA A DIEZ AÑOS

BONOS CORPORATIVOS BBB.
SWAPS ASSETS SPREAD

MERCADO BURSÁTIL



INDICADOR DE ESTRÉS SISTÉMICO (CISS)



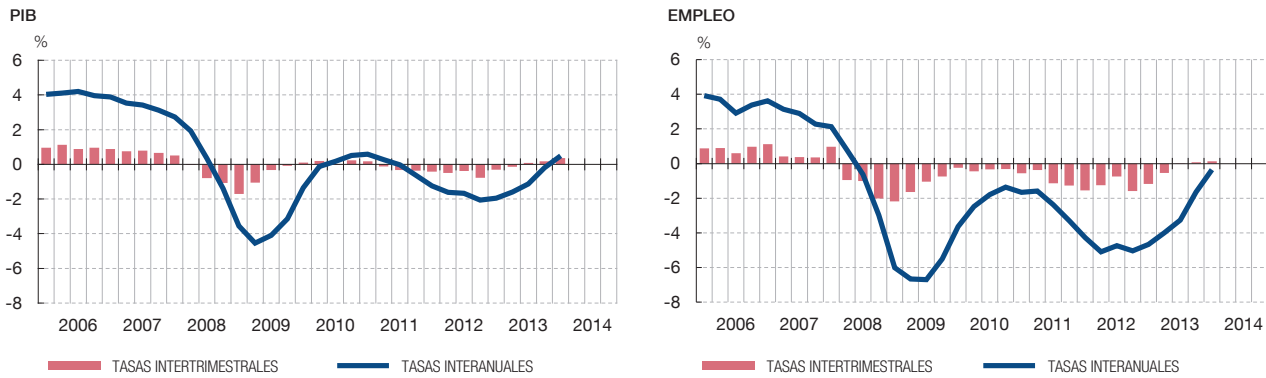
FUENTES: Banco Central Europeo, JP Morgan y European Systemic Risk Board.

Pese al perfil de mejoría a lo largo del ejercicio, el PIB disminuyó un 1,2 % en 2013, en parte como consecuencia del efecto arrastre derivado del pronunciado descenso de la actividad al final de 2012. Desde la óptica del gasto, la demanda nacional retrocedió un 2,7 %, mientras que el sector exterior tuvo una aportación positiva de 1,5 pp, con lo que mitigó, por sexto año consecutivo, el impacto de la contracción del gasto interno sobre la actividad (véase gráfico 1.4).

El reequilibrio entre la demanda externa y la demanda nacional se apoyó en la recuperación de la inversión en equipo y del consumo de los hogares

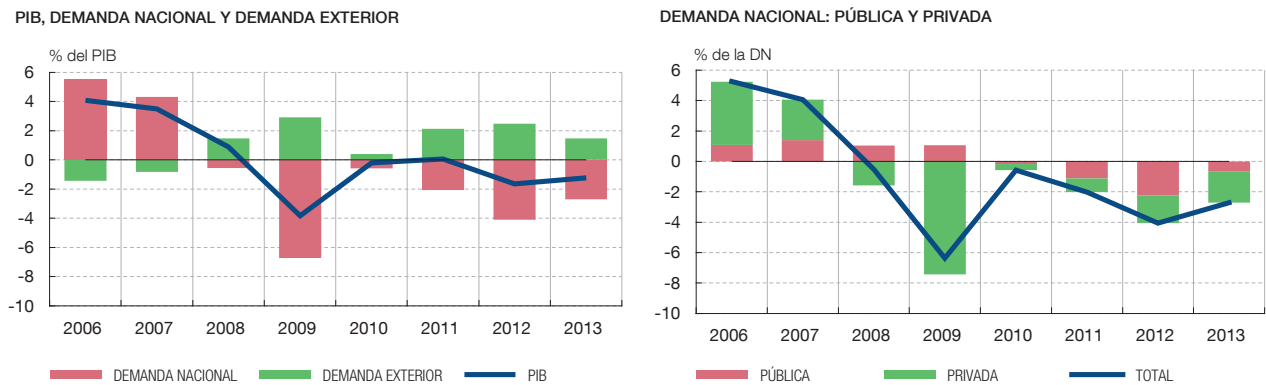
También la demanda nacional aminoró su ritmo de contracción a lo largo del año. Entre los componentes privados del gasto interno, la inversión en equipo inició una recuperación más temprana, ya a principios de año, a la que se sumó, a partir del segundo trimestre, el consumo de los hogares. A su vez, la inversión residencial mostró registros negativos durante todo el ejercicio, aunque a un ritmo cada vez más reducido, que situó su ritmo de descenso anual en el 8 % y su porcentaje en el PIB en el 4,4 % del PIB, un 65 % inferior al máximo cíclico de 2006. Finalmente, los componentes públicos del gasto (consumo e inversión públicos) aminoraron su contribución negativa a la actividad, en el contexto de suavización de los requisitos fiscales a mitad de año.

La mejora de la inversión empresarial se circunscribió al componente de bienes de equipo, que aumentó un moderado 2,2 %, apoyada en el mayor empuje de las exportaciones, la reducción de la incertidumbre, el incipiente alivio de las adversas condiciones de financiación y, por último, la mejora de la posición patrimonial de las sociedades no financieras,



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

EVOLUCIÓN DEL PIB Y DE LA DEMANDA NACIONAL. APORTACIONES AL CRECIMIENTO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

cuya capacidad de financiación se elevó hasta el 4,3 % del PIB en 2013. Los recursos internos generados por el exceso de ahorro sobre inversión están ayudando a corregir el excesivo endeudamiento que ha prevalecido en los últimos años.

El consumo de las familias se recuperó en la segunda mitad de 2013, pese a lo cual en el promedio del año retrocedió un 2,5 %, tras dos años de caídas que habían sido singularmente intensas en el tramo final de 2012. La recuperación del consumo a lo largo del ejercicio se produjo en un contexto de ralentización de la caída de la renta disponible, que fue más acusada en términos reales debido a la moderada inflación en 2013, y de una evolución más favorable de la riqueza financiera de las familias. La tasa de ahorro interrumpió la pronunciada trayectoria descendente que había seguido desde 2009, con un nivel igual al del año anterior (10,4 % de la renta disponible) y similar también al promedio histórico.

La demanda exterior neta contribuyó, un año más, a atenuar el impacto contractivo de la demanda interna sobre el producto, aunque siguió una trayectoria descendente

Por su parte, la aportación positiva de la demanda exterior neta al PIB ascendió a 1,5 pp, como resultado de la pujanza de las exportaciones, ya que las importaciones se estabilizaron por la mejoría de la demanda final, tras haber experimentado una fuerte caída en 2012. El crecimiento de las exportaciones estuvo motivado tanto por las ventas de bienes al resto del mundo, que se expandieron más de lo que lo hicieron los mercados de destino, como por las exportaciones de servicios turísticos, en un año excepcional

para el sector, en el que los ingresos por este concepto registraron un máximo histórico. Las ganancias de competitividad desempeñaron un papel muy relevante en ambos desarrollos, como se comenta a continuación.

Con todo, la contribución del sector exterior fue más reducida que la de los dos años precedentes, y mostró una trayectoria descendente a medida que se fueron desacelerando las exportaciones, tras el debilitamiento de las economías emergentes, y repuntaron las compras al resto del mundo, conforme se producía la recuperación de los componentes de la demanda final con mayor contenido importador (exportaciones e inversión en equipo).

La secuencia de reactivación de los distintos componentes del gasto —primero las exportaciones, después la inversión empresarial y, por último, el consumo de los hogares— suministra un buen punto de partida para afianzar la recuperación. Sin embargo, su consolidación requiere que se den las condiciones para que el gasto de las familias y de las empresas pueda crecer de forma sostenida, lo que, en las actuales circunstancias, depende fundamentalmente del dinamismo del empleo.

El ritmo de descenso del empleo se fue aminorando a lo largo del ejercicio, hasta repuntar levemente en los meses finales, por primera vez desde el segundo trimestre de 2008...

El empleo moderó su ritmo de descenso en 2013, hasta el 3,4 % (4,8 % el año anterior), tasa en todo caso muy influida por el negativo comportamiento de la ocupación en el tramo final de 2012. De hecho, el ritmo de destrucción de puestos de trabajo se fue atenuando a lo largo del año, hasta mostrar una leve creación de empleo en los meses finales del ejercicio, por primera vez desde el segundo trimestre de 2008. Esta progresiva mejoría tuvo un carácter bastante generalizado por ramas de actividad, aunque fue más acusada en algunas ramas de servicios de mercado, y ha continuado en la parte transcurrida de 2014.

... y la tasa de paro comenzó a reducirse a partir del primer trimestre, hasta cerrar el año en el 25,7 %. El nivel de paro, su composición y su persistencia indican que el ajuste por realizar es de gran alcance

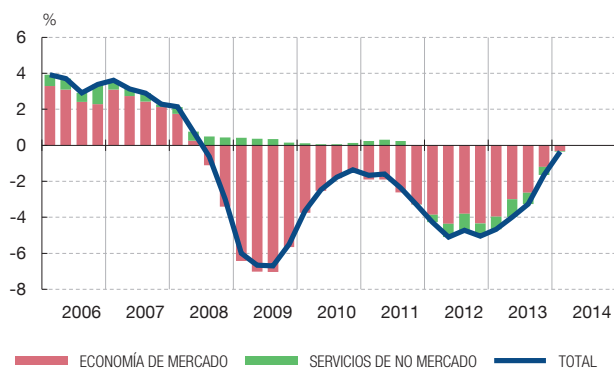
La tasa de paro inició una trayectoria descendente en el primer trimestre, desde un nivel del 26,9 % de la población activa (cifra que representaba algo más de seis millones de parados) hasta el 25,9 % en los meses iniciales de 2014. Esta evolución del desempleo se vio asimismo favorecida por la contracción de la oferta laboral, que disminuyó un 1,1 % (tras su estabilización en el ejercicio precedente) como resultado de la caída de la población en edad de trabajar y de una ligera disminución de la tasa de actividad, por primera vez desde el inicio de la crisis. El descenso de la población activa alcanzó mayor intensidad entre los extranjeros (-5,5 %), aunque también afectó, por primera vez, a los nacionales (-0,6 %) (véase gráfico 1.5).

Con todo, al concluir el año apenas se había modificado la composición del desempleo por grupos de edad y de cualificación, de modo que las tasas de paro más elevadas se localizaban entre los más jóvenes y con menor nivel de formación. A su vez, el ligero repunte de los flujos de salida del desempleo en la segunda mitad de 2013 se concentró entre los desempleados con menos de un año en esa situación, con lo que la incidencia del paro de larga duración siguió una trayectoria ascendente a lo largo del ejercicio, alcanzando una tasa del 61,6 % en el primer trimestre de este año. El nivel de paro, su composición y su persistencia son indicativos de la considerable magnitud del problema pendiente.

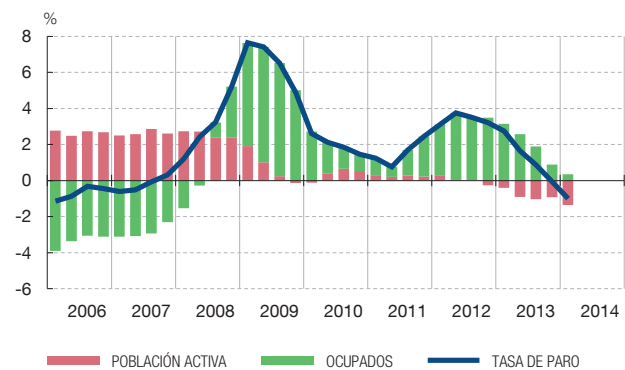
La consolidación de la recuperación requiere que se complete la corrección de los desequilibrios todavía presentes

El escenario de recuperación que finalmente se ha ido configurando durante el último ejercicio, tras superar la aguda contracción de la doble recesión, está estrechamente ligado al avance en los procesos de corrección de los desequilibrios que colocaron a la economía española en una posición de extremada vulnerabilidad ante la crisis internacional, y particularmente ante la crisis de la deuda soberana de la UEM. Desde este punto de partida, la sostenibilidad de la demanda y la consolidación de la recuperación dependen

OCUPADOS (a)
Contribuciones de los ocupados por ramas de actividad a la tasa interanual



TASA DE PARO (b)
Contribuciones de la población activa y de los ocupados a la variación interanual



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Empleo equivalente a tiempo completo de la Contabilidad Nacional Trimestral.
- b Las series de la EPA siguen la metodología del año 2005, actualizadas con el censo de 2011.

de que la creación de empleo vaya ganando solidez y de que se completen los ajustes todavía pendientes en los restantes desequilibrios.

3.1 CONSOLIDACIÓN FISCAL

A mitad de año se moderó la intensidad del ajuste presupuestario tras la decisión de las autoridades europeas de acompañar los objetivos de déficit en mayor medida a la situación cíclica

En 2013 continuó el proceso de consolidación fiscal, con un objetivo inicial de déficit para el conjunto de las AAPP del 4,5% del PIB, que suponía una reducción de 2,3 pp con respecto al del año previo, cifrado en el 6,8% del PIB (una vez que se descuentan las ayudas a las instituciones financieras). A mitad de año, no obstante, el Consejo Europeo acordó acompañar mejor los objetivos de déficit a la debilidad de la situación cíclica, lo que comportó un mayor gradualismo en la instrumentación de la política de ajuste presupuestario. En España, esta decisión supuso una relajación del objetivo de déficit para 2013, que quedó establecido en el 6,5% del PIB. Para el período 2014-2016, los nuevos objetivos se cifraron en el 5,8%, el 4,2% y el 2,8% del PIB, respectivamente. La Actualización del Programa de Estabilidad que remitió el Gobierno a la Comisión Europea el pasado 30 de abril corroboró estos objetivos, si bien planteó una reducción del déficit de las AAPP en 2014 algo más ambiciosa, al fijarlo en el 5,5% del PIB.

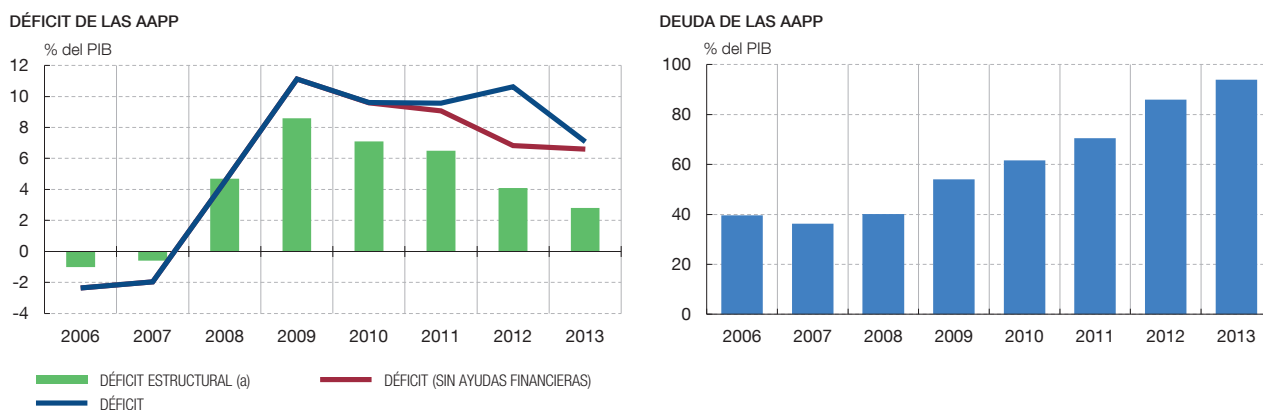
La ejecución presupuestaria tuvo como referente los compromisos de información y seguimiento que emanan del marco vigente de reglas fiscales

Por otra parte, 2013 fue el primer año completo en el que se comenzaron a aplicar los mecanismos de la Ley de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera para el seguimiento de la ejecución presupuestaria, así como los destinados a asegurar el cumplimiento de los objetivos establecidos por todas las AAPP. Además, en 2013 se prolongó el plan de pago a proveedores, que finalizó en febrero de 2014, y que habría inyectado desde mitad de 2012 algo más de 43 mm de euros. Por último, al concluir el año se completó el marco de reglas fiscales nacionales, con la creación de la «Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal».

El déficit de las AAPP se contrajo hasta el 6,6%, en un contexto macroeconómico complicado, marcado por la debilidad cíclica y por el aumento de los pagos por intereses

De acuerdo con estos condicionamientos, en 2013 se prolongó el esfuerzo de ajuste fiscal, mediante una reducción del saldo primario estructural del 1,6% del PIB, que tuvo menor intensidad que en años anteriores (3 pp en 2012). La disminución del déficit se volvió a ver dificultada por la debilidad cíclica y por el peso creciente de los pagos por intereses (que se elevaron hasta el 3,4% del PIB), con lo que la necesidad de financiación de las AAPP se contrajo hasta el 6,6% del PIB (cifra neta de las ayudas a las instituciones financieras), una décima superior al objetivo fijado en julio (véase gráfico 1.6).

Por subsectores, la reducción del déficit público reflejó el ajuste realizado por las CCAA y las CCLL (de tres y dos décimas del PIB, hasta saldos del -1,5% y del 0,4% del PIB,



FUENTES: Intervención General de la Administración del Estado y Comisión Europea (AMECO).

a Estimación de la Comisión Europea (AMECO, primavera de 2014).

respectivamente), con un superávit superior en el último caso al programado cuando se establecieron los objetivos. A su vez, el agregado de la Administración Central y de la Seguridad Social excedió en tres décimas del PIB el déficit objetivo, con un cierre de año que quedó situado en el 5,5 % del PIB. Por componentes, la leve disminución de las necesidades de financiación de las AAPP se produjo principalmente como resultado del avance de la recaudación por imposición indirecta tras la elevación del IVA el año anterior y la introducción de otras figuras tributarias vinculadas a la fiscalidad medioambiental, si bien su impacto fue de magnitud inferior al previsto inicialmente. No se avanzó en cambio en la reducción del gasto público, pues el aumento de los pagos por intereses y de las prestaciones sociales no se pudo compensar con el ajuste de algunas partidas relacionadas con el consumo público y con el de los gastos de capital. A su vez, la ratio de deuda pública se elevó significativamente, desde el 85,9 % del PIB en 2012 hasta el 93,9 % el año pasado.

3.2 RECUPERACIÓN DE LA COMPETITIVIDAD

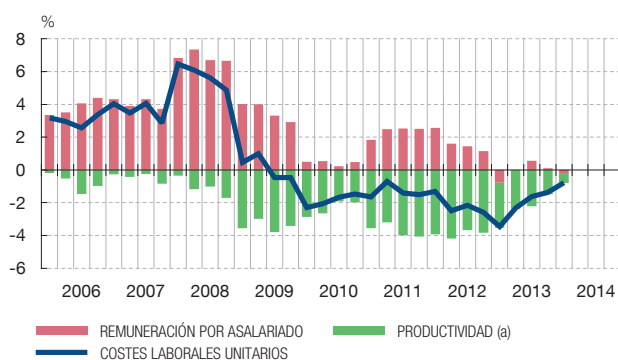
La recuperación de la competitividad recibió un nuevo impulso en 2013, como consecuencia de la moderación de los costes laborales y de los precios

Los costes laborales unitarios (CLU) de la economía de mercado experimentaron un descenso del 2,2 % en media anual, como resultado de la estabilización de la remuneración por asalariado de la economía de mercado y de un avance de la productividad inferior a la del año precedente (véase gráfico 1.7). La disminución de los CLU para el total de la economía fue algo más reducida (-1,6 %), debido al efecto base que motivó el descenso de los salarios públicos en diciembre de 2012. En conjunto, esta evolución supuso el cierre de la brecha que se abrió entre las tasas de variación de los costes laborales de España y las de la UEM durante la fase expansiva, que había redundado en abultadas pérdidas de competitividad. A diferencia de lo observado en los primeros años de la crisis, en 2013, como ya había ocurrido el año anterior, la corrección de los CLU basculó más sobre el ajuste de costes laborales y menos sobre los incrementos de la productividad, pues estos últimos se fueron moderando a medida que lo iba haciendo el ritmo de destrucción de empleo.

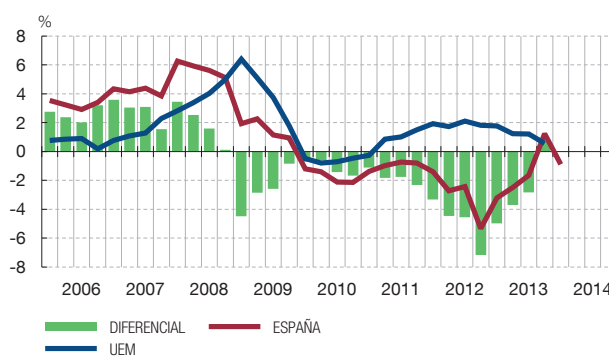
Los costes laborales reflejaron la pauta de mayor moderación salarial, derivada, en parte, del aumento de la flexibilidad interna que proporciona el nuevo marco laboral

Los costes laborales intensificaron en 2013 la pauta de moderación salarial que se había ido perfilando en 2012, reflejando posiblemente el aumento de la sensibilidad del proceso de determinación salarial a la situación específica de las empresas en respuesta a la ampliación de las posibilidades de flexibilidad interna que generó la entrada en vigor de la reforma laboral. En la negociación colectiva se observaron menores incrementos salariales pactados y una reducción del número de convenios que incorporan cláusulas de

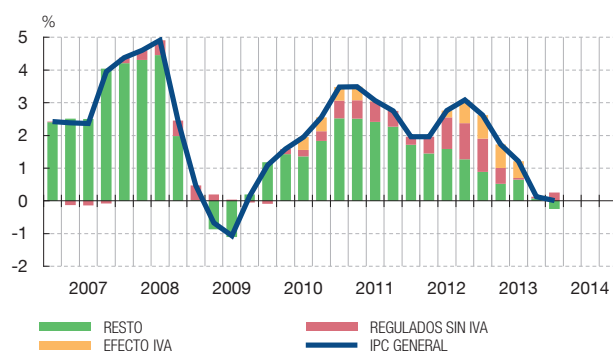
COSTES LABORALES UNITARIOS EN ECONOMÍA DE MERCADO
Tasas interanuales



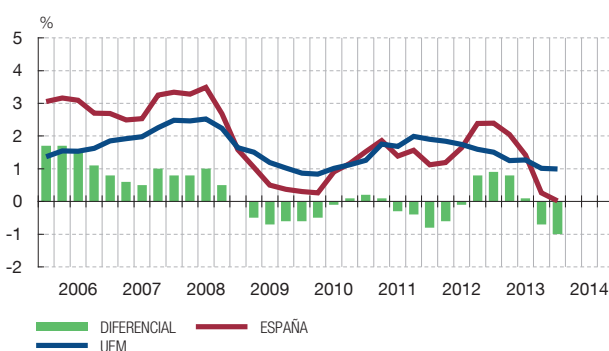
COSTES LABORALES UNITARIOS ESPAÑA-UEM
Tasas interanuales



ÍNDICE GENERAL (IPC)
Contribuciones a la tasa interanual



ÍNDICE GENERAL, SIN ENERGÍA Y ALIMENTOS NO ELABORADOS
Tasas interanuales



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales cambiadas de signo.

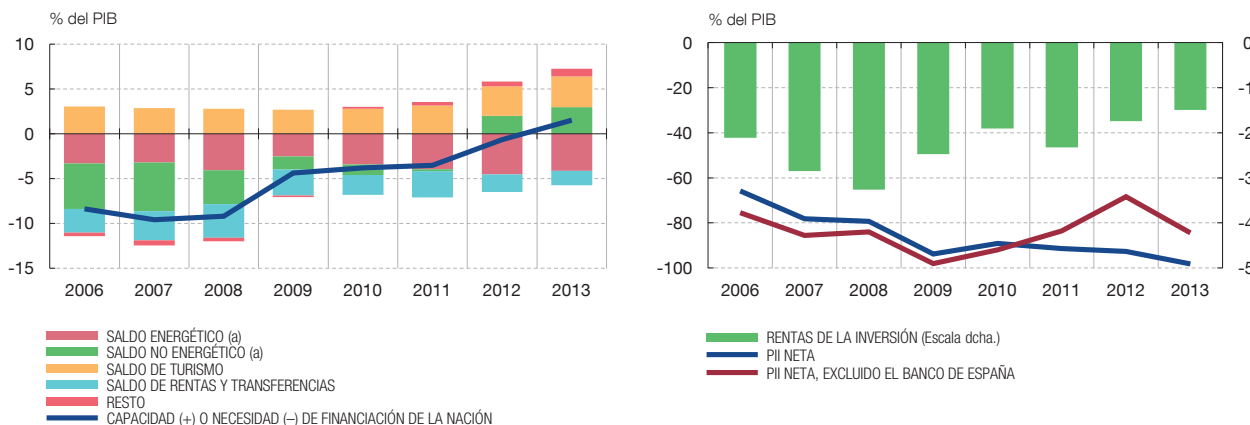
indexación y de su cuantía, a la vez que la deriva salarial (diferencia entre los incrementos en los salarios de convenio —aumentados, en su caso, por el efecto de las cláusulas a la inflación— y la tasa de variación de la remuneración por asalariado) volvió a ser negativa. Esta última variable puede considerarse como un indicador indirecto del efecto de otros aspectos de la reforma laboral, sobre los que no se dispone de información precisa (como pueden ser el uso efectivo de las posibilidades de inaplicación de convenios colectivos o de la modificación de las condiciones laborales). Como resultado de todo ello, los salarios reales medios experimentaron un ligero retroceso.

Y la inflación se mantuvo en cotas muy reducidas, a medida que fueron desapareciendo los efectos de las subidas de precios administrados y de la imposición indirecta en 2012

La tasa de inflación acusó una marcada reducción a lo largo del ejercicio, a medida que se fueron cancelando los efectos base del alza de algunos precios administrados y de la subida del IVA en septiembre de 2012. Descontando estos efectos, durante todo el año prevaleció una situación de casi estancamiento del nivel general de precios, que ha continuado en la parte transcurrida de 2014.

Se observa un aumento de la sensibilidad de la formación de costes y precios a la situación cíclica...

Este cambio en la dinámica de los precios refleja un aumento de la sensibilidad de la formación de precios a las condiciones cíclicas y adquiere especial relevancia en el caso de los servicios, donde la desaceleración de precios está siendo más pronunciada, tras haber constituido en el pasado el principal foco de las tensiones inflacionistas. Esta evolución parece confirmar una mayor adecuación de los precios de venta a los costes soportados y a las condiciones concretas del ciclo económico.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Aduanas y Banco de España.

a El saldo energético y el no energético son una estimación del Banco de España a partir de los datos de Aduanas.

... y ha continuado la recuperación de márgenes empresariales

El elevado grado de tensión financiera en estos últimos años habría reforzado la recuperación de márgenes en esta fase del ciclo al inducir a determinadas empresas a paliar los efectos derivados de unas condiciones restrictivas de acceso a la financiación externa mediante la generación de recursos propios. La ampliación de márgenes se habría visto favorecida por la pervivencia de un grado insuficiente de competencia en algunos sectores. En todo caso, la generación interna de recursos debe facilitar el impulso del incipiente ciclo inversor.

En conjunto, el diferencial de precios se ha vuelto favorable a la economía española

En conjunto, en los últimos años se ha producido una notable reducción del diferencial de inflación entre España y los países de la Unión Monetaria, que ha pasado de 1 pp en el promedio 1998-2007 a 0,2 pp en la fase recesiva. La compresión de esta brecha ha sido de intensidad similar en términos del IPSEBENE. Desde septiembre del año pasado, la inflación española se viene situando de forma sistemática por debajo de la del área del euro (con un diferencial promedio de $-0,6$ pp), asegurando la continuidad del ajuste de precios relativos incluso en las difíciles condiciones creadas por la baja inflación europea (véase recuadro 1.1).

El proceso de devaluación interna está ejerciendo un efecto muy favorable sobre los intercambios de la economía española con el exterior

La recuperación de la competitividad tuvo un impacto positivo sobre los intercambios comerciales con el exterior, de modo que en 2013 se registró superávit por cuenta corriente por primera vez desde 1997 (del 0,8% del PIB, frente a un déficit del $-1,2$ % del PIB en 2012). Este resultado obedeció a la mejora de prácticamente todos sus componentes, aunque de forma destacada —como viene ocurriendo desde 2007— del saldo comercial no energético, lo que representa un avance muy significativo en el necesario proceso de reequilibrio externo (véase gráfico 1.8). Con todo, la elevada dependencia de la energía importada sigue ejerciendo una influencia negativa sobre el saldo exterior. En la línea de las dificultades también hay que señalar el persistente déficit de la balanza de rentas, vinculado al alto nivel de la posición de inversión internacional (PII). Para alcanzar un equilibrio exterior duradero es necesario, por tanto, que el superávit en el comercio de bienes no energéticos y de servicios compense el peso deficitario que ejercen estas dos últimas partidas de la balanza de pagos.

3.3 LA REESTRUCTURACIÓN Y EL SANEAMIENTO DEL SISTEMA BANCARIO

El capítulo 2 de este Informe analiza con detalle las implicaciones del aumento del endeudamiento de la economía española previo a la crisis, que en un sistema fuertemente bancarizado como el nuestro se reflejó en una expansión de los balances de las entidades de

La crisis afectó de manera severa a un sector que estaba sobredimensionado y muy expuesto a la actividad inmobiliaria...

... y obligó a poner en marcha un proceso de reestructuración, recapitalización y saneamiento del sistema bancario y de reforma de sus marcos regulatorio y supervisor

A comienzos de 2014 concluyó con éxito el programa europeo para la recapitalización bancaria, que ha supuesto cambios profundos en la dimensión y la posición patrimonial del sistema...

crédito y que se tradujo igualmente en una elevada concentración de los riesgos en actividades productivas ligadas al mercado inmobiliario. Ambas (expansión y concentración de riesgos) situaron a las entidades en una posición de vulnerabilidad ante perturbaciones macroeconómicas adversas, y en particular ante aquellas que pudieran afectar en mayor medida al mercado inmobiliario. La incidencia de la crisis en la situación financiera y patrimonial del sistema bancario fue muy heterogénea entre las entidades.

Para hacer frente a los efectos de la crisis se puso en marcha un proceso de reforma en profundidad del sistema bancario, que se ha ido ajustando al devenir de los acontecimientos y que se ha articulado en torno a cuatro grandes líneas de acción: la reestructuración del sistema, su recapitalización, el saneamiento de sus balances, y la revisión y reforma de los marcos regulatorio y supervisor.

Algunas de estas actuaciones requirieron la movilización de un volumen importante de fondos públicos, en un momento en el que las tensiones financieras y el consiguiente grado de fragmentación de los mercados impidieron su obtención a precios razonables en los mercados, por lo que el Gobierno español solicitó formalmente asistencia financiera en el verano de 2012, que fue concedida a través de un programa europeo sectorial para la recapitalización de una parte del sistema bancario. El programa contemplaba una disponibilidad máxima de 100 mm de euros, aunque solo se utilizaron 41 mm, y se formalizó con la firma de un Memorando de Entendimiento en el que se plasmaron las principales medidas en las que se ha materializado el proceso de reforma desde entonces.

La valoración positiva que las autoridades competentes realizaron del cumplimiento de las condiciones del memorando permitió dar por concluido el programa al comienzo de 2014. Con la culminación de esta etapa se ha completado un proceso que ha transformado profundamente el sistema bancario español.

En comparación con la situación que existía en 2007, el número de entidades de crédito se ha reducido un 17 %; el de sus oficinas, un 22 %; y el de empleados en el sector, un 15 %. Estos ajustes, que de acuerdo con los calendarios previstos en los planes de reestructuración de algunas entidades continuarán profundizándose, se han concentrado singularmente en las cajas de ahorros, que se vieron muy afectadas por la crisis y se encontraron muy limitadas en su capacidad de reacción por su particular forma jurídica, por lo que tuvieron que traspasar su actividad de intermediación financiera a entidades bancarias. La exposición neta del conjunto del sistema al sector inmobiliario se ha reducido a menos de la mitad, mediante un aumento sustancial de las provisiones requeridas (los RDL 2/2012 y 18/2012 supusieron un incremento de provisiones equivalente a aproximadamente la quinta parte de la exposición neta previa) y, en el caso de las entidades que contaron con ayudas públicas para recapitalizarse, mediante el trasvase de los activos frente a promotores y de los inmuebles adjudicados a una nueva entidad de capital mayoritariamente privado creada a tal fin en el marco del memorando: la Sareb.

El esfuerzo en términos de la recapitalización de las entidades ha sido también importante. En 2012 se realizó, por parte de una consultora externa independiente, una prueba de resistencia para estimar los fondos necesarios para reforzar el capital de cada entidad individual. Participaron 17 grupos de entidades, representativas del 90 % del total de los créditos del sistema, y en 10 de ellos (con un peso relativo en el mercado de crédito del 34 %) se exigió un aumento de los recursos propios. Dos grupos fueron capaces de cubrir esas exigencias por sus propios medios y los ocho restantes contaron con ayudas

públicas aportadas por el FROB y financiadas a través del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), en el marco del programa de apoyo financiero para la recapitalización bancaria. Sumando esas aportaciones a las realizadas en años anteriores por el FROB y por el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito (FGDEC), el importe total de las inyecciones públicas en forma de capital a lo largo de la crisis ha ascendido a 61 mm de euros. Adicionalmente, a través de actuaciones privadas las entidades han elevado su capital en otros 53 mm de euros, por lo que el esfuerzo de recapitalización realizado pública y privadamente ha superado el 11 % del PIB. Entre estas actuaciones privadas cabe destacar el papel desempeñado por los ejercicios de gestión de los instrumentos híbridos de capital y de la deuda subordinada.

... y reformas de su marco de regulación y supervisión

También ha tenido lugar una importante reforma de la regulación y la supervisión bancarias con el objetivo último de reducir el riesgo de crisis futuras y de proteger mejor a los contribuyentes y a la economía de sus eventuales consecuencias. Se ha establecido, así, un nuevo marco de gestión y resolución de crisis bancarias, en el que se agilizan los procesos de intervención por parte del Banco de España, se delimitan las competencias del FROB y del FGDEC y se amplían las herramientas disponibles en todas las fases de la crisis. Se ha reformado igualmente el marco legal de las cajas de ahorros, que la crisis reveló que adolecía de algunas debilidades importantes, y se han endurecido los requerimientos de recursos propios a las entidades, fijándose, durante 2013 y 2014, un nivel mínimo de capital principal del 9 %, por encima del umbral mínimo establecido por la regulación europea de capital, que ha adaptado los acuerdos de Basilea III. La reforma ha incluido también unas mayores exigencias de información sobre la exposición al sector inmobiliario y sobre las operaciones de refinanciación, con el fin de incrementar el grado de transparencia de la actividad bancaria. Finalmente, se han revisado y modificado los procedimientos de supervisión, introduciendo una serie de cambios organizativos.

La reducción de la participación pública en el sistema, la compleción de la unión bancaria y las perspectivas macroeconómicas establecen, no obstante, nuevos retos para el sector

El proceso de salida del FROB (y del FGDEC) del capital de los bancos apoyados públicamente avanzó también a lo largo de 2013 y la parte transcurrida de 2014. Banco de Valencia, Banco Gallego y NCG han dejado ya de estar participados por estos dos fondos y un 7,5 % del capital de Bankia fue igualmente vendido a inversores institucionales, mayoritariamente no residentes, a comienzos de este año. La venta de las participaciones que todavía continúan en manos públicas es, en todo caso, uno de los retos a los que habrá de hacerse frente en este ámbito.

Del mismo modo, la puesta en marcha del proceso de unión bancaria en Europa y la consiguiente integración de las entidades y de la autoridad supervisora nacional en el MUS y en el MUR plantean retos organizativos no solo para los bancos españoles —y para el propio Banco de España—, sino también para todos los del Eurosistema. Como los plantea también el ejercicio de valoración global (*comprehensive assessment*, en la terminología anglosajona) al que se está sometiendo al conjunto de la banca europea, y que incluye una nueva prueba de resistencia, que el BCE está desarrollando en colaboración con la Autoridad Bancaria Europea y con la participación de las autoridades supervisoras nacionales.

Por último, las perspectivas de crecimiento de la economía española a corto y medio plazo conforman un escenario complejo para las entidades, que se enfrentarán a la necesidad de ganar eficiencia y competitividad en un contexto en el que no es descartable que los avances hacia la unión bancaria aumenten el grado de competencia dentro del área y en el que tendrán que seguir reforzando su capital en respuesta a las mayores exigencias de reguladores e inversores.

3.4 LA PROGRESIVA NORMALIZACIÓN DE LA FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA

La relajación de las tensiones en la UEM y los avances en el ajuste de la economía española han propiciado una mejora de las condiciones de financiación

Los flujos de financiación exterior se recuperaron, pero tendrán que seguir haciéndolo de manera sostenida para corregir la elevada posición deudora frente al resto del mundo

También deberá continuar el ajuste del sobreendeudamiento privado

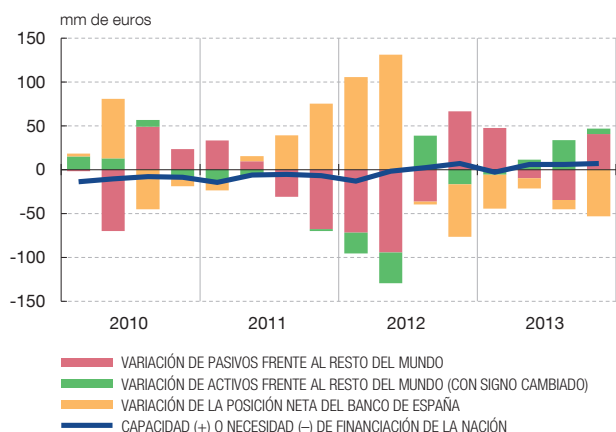
En conjunción con la relajación de las tensiones en los mercados europeos, los avances en el ajuste de la economía española incidieron positivamente sobre la confianza de los inversores y se tradujeron en mejoras sustantivas en las condiciones de financiación de las entidades de crédito, de las AAPP y, aunque comparativamente en menor medida, de las empresas y de las familias españolas. Los costes de los fondos en los mercados mayoristas europeos en los que se financian el Tesoro, los bancos y las grandes empresas nacionales se redujeron. Y lo hicieron también, aunque de manera más moderada y en el tramo final del ejercicio, los de los préstamos bancarios. En términos de cantidades, el retroceso de la financiación al sector privado se moderó y se detectan signos de recomposición de los flujos financieros, en general, hacia las empresas que se encuentran en una posición más sólida y que están, por tanto, en mejor disposición para hacer un uso más eficiente de aquellos. En esta misma línea, tres de las principales agencias de calificación han revisado al alza en los primeros meses de 2014 su valoración de la calidad crediticia del soberano español. Con todo, la fragmentación de los mercados financieros del área no ha desaparecido aún, por lo que estas condiciones siguen resultando demasiado estrictas para el tono fuertemente acomodaticio de la política monetaria única y para las circunstancias específicas de la incipiente recuperación de la economía española.

La recuperación de la confianza de los inversores es visible también en la evolución de los flujos de financiación exterior de la economía española (véase gráfico 1.9). Dejando a un lado el papel compensador que desempeña el balance del Banco de España a este respecto, los datos de la cuenta financiera de la balanza de pagos muestran cómo, tras la salida de fondos por valor de más de 174 mm de euros que se registró en 2012, en 2013 tuvo lugar una entrada neta de recursos de casi 88 mm de euros. Las inversiones netas en cartera de los no residentes aumentaron en casi 44 mm durante ese ejercicio, frente a la contracción de más de 55 mm observada un año antes. No obstante, estos movimientos positivos en términos de flujos no deben ocultar que la posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo continúa siendo demasiado elevada en comparación con los países de nuestro entorno y constituye un elemento de vulnerabilidad.

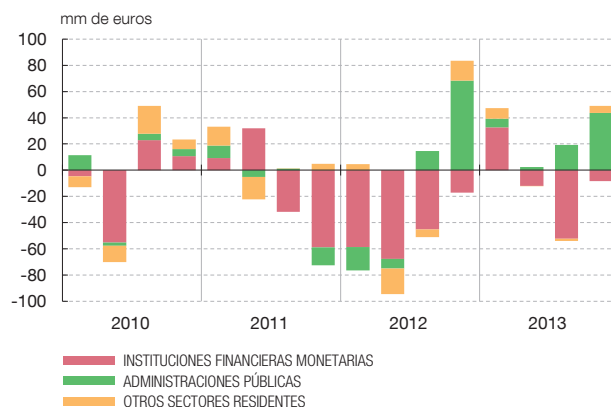
El ajuste de la posición de inversión internacional requiere mantener de manera sostenida el saldo positivo en nuestros intercambios con el resto del mundo, que refleja la capacidad de financiación de la nación que se registró en 2013 (equivalente al 1,5 % del PIB), la primera vez que se observa una cifra positiva desde 1997. El cambio de signo vino acompañado de un reajuste de gran magnitud en el saldo de los distintos sectores institucionales. Sociedades no financieras y familias han mostrado con la crisis fuertes incrementos en su capacidad de financiación, mientras que las necesidades de financiación de las AAPP han crecido de manera también sustancial. Desde esta perspectiva sectorial, es claro que la continuidad de los procesos de ajuste en marcha debe traducirse también en una mejora de la contribución del sector de las AAPP al saldo del conjunto de la economía.

En este sentido, 2013 supuso también algunos avances en la corrección del sobreendeudamiento privado, aunque el ajuste está siendo, en términos comparativos, algo más lento. El capítulo 2 de este Informe trata de manera monográfica el tema del endeudamiento de la economía española y, en ese marco, analiza de forma detallada cómo se está produciendo el ajuste y cuáles son los principales retos que plantea. Como allí se explica, tanto la situación cíclica de nuestra economía como la experiencia histórica disponible apuntan a que el crédito deberá todavía seguir el proceso de ajuste, si bien de manera cada vez más suave, hasta que la recuperación se consolide y permita un avance más dinámico de las rentas de las empresas y las familias. En consecuencia, el principal reto que se plantea

TRANSACCIONES NETAS



VARIACIÓN NETA DE PASIVOS, POR SECTORES (a)



FUENTE: Banco de España.

a Excluido el Banco de España.

en el corto plazo es cómo compatibilizar la contención del crédito a escala agregada con una recomposición de los flujos de nuevos fondos que permita asignarlos a aquellos usos con una mayor repercusión positiva sobre el crecimiento y el empleo. Aunque la evidencia disponible apunta a que esa recomposición podría estar ocurriendo ya, tiene sentido considerar posibles vías para acelerar y profundizar el proceso.

4 El legado de la crisis y el papel de la política económica española

El afianzamiento de la recuperación se enfrenta a retos importantes relacionados con el legado de la crisis

La economía ha dejado atrás la doble recesión y empieza a adentrarse en zona de crecimiento económico. La gradual mejora en la actividad ha venido acompañada de una corrección de los principales desequilibrios acumulados durante la anterior fase expansiva. Sin embargo, la consolidación de la recuperación se enfrenta a retos importantes relacionados con la profundidad de los efectos de la crisis. El nivel de desempleo y el endeudamiento de los sectores residentes son posiblemente los más relevantes, no solo por su gran magnitud, sino también porque previsiblemente su absorción requerirá un período de tiempo considerable. Con este trasfondo, la reactivación de la demanda interna se producirá a un ritmo más moderado que en otros episodios de recuperación.

El pesado legado de la crisis seguirá condicionando de manera importante la acción de la política económica, que deberá compaginar el desendeudamiento de los sectores público y privado —con las inevitables influencias restrictivas que ello comporta— con la continuidad de los ajustes de costes y precios relativos necesarios para seguir avanzando en la mejora de la competitividad e impulsar la reasignación de recursos hacia los sectores con mayor potencial de crecimiento en las nuevas condiciones económicas. El logro de avances en ambos terrenos se enfrenta a la dificultad añadida que comporta el escenario macroeconómico que prevalecerá en el horizonte más inmediato, dadas las previsiones sobre el mantenimiento de un período prolongado de tasas de inflación reducidas y de incrementos moderados de la productividad.

El margen para aplicar políticas macroeconómicas expansivas es muy reducido

El camino por recorrer en los ajustes pendientes y las limitaciones derivadas del elevado endeudamiento hacen que el margen para la aplicación de políticas macroeconómicas expansivas sea muy reducido. El tono de la política monetaria única es ya excepcionalmente expansivo y el espacio para adoptar medidas adicionales a escala del área del euro es limitado. Para la economía española lo más relevante es, sin embargo, la fragmentación

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Demanda y producto (b)						
Producto interior bruto	0,9	-3,8	-0,2	0,1	-1,6	-1,2
Consumo privado	-0,6	-3,7	0,2	-1,2	-2,8	-2,1
Consumo público	5,9	3,7	1,5	-0,5	-4,8	-2,3
Formación bruta de capital	-4,2	-18,3	-4,2	-5,6	-6,9	-5,2
Inversión en equipo	-2,9	-23,9	4,3	5,3	-3,9	2,2
Inversión en construcción	-5,8	-16,6	-9,9	-10,8	-9,7	-9,6
Vivienda	-9,1	-20,4	-11,4	-12,5	-8,7	-8,0
Otras construcciones	-1,6	-12,2	-8,4	-9,2	-10,6	-10,9
Exportación de bienes y servicios	-1,0	-10,0	11,7	7,6	2,1	4,9
Importación de bienes y servicios	-5,2	-17,2	9,3	-0,1	-5,7	0,4
Contribución de la demanda nacional al crecimiento del PIB	-0,6	-6,7	-0,6	-2,1	-4,1	-2,7
Contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB	1,5	2,9	0,4	2,1	2,5	1,5
Empleo, salarios, costes y precios (c)						
Empleo total	-0,2	-6,2	-2,3	-2,2	-4,8	-3,4
Tasa de ocupación (d)	65,4	60,8	59,7	58,8	56,5	55,6
Tasa de paro	11,3	17,9	19,9	21,4	24,8	26,1
Remuneración por asalariado	6,9	4,2	0,4	1,3	0,2	0,7
Productividad aparente del trabajo	1,1	2,5	2,2	2,3	3,3	2,3
Costes laborales unitarios	5,7	1,6	-1,7	-1,0	-3,0	-1,6
Deflactor del PIB	2,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,6
Índice de precios de consumo (dic-dic)	1,4	0,8	3,0	2,4	2,9	0,3
Índice de precios de consumo (media anual)	4,1	-0,3	1,8	3,2	2,4	1,4
Diferencial de precios de consumo con la UEM (IAPC)	0,9	-0,5	0,4	0,3	-0,1	0,2
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación y saldo financiero (e)						
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación nacional de los sectores residentes	-9,2	-4,4	-3,8	-3,5	-0,6	1,5
Administraciones Públicas	-4,5	-11,1	-9,6	-9,6	-10,6	-7,1
Administraciones Públicas (sin ayudas a instituciones financieras)	-4,5	-11,1	-9,6	-9,1	-6,8	-6,6
Hogares e ISFLSH	1,2	6,3	4,2	3,7	2,4	2,5
Empresas	-5,9	0,4	1,6	2,3	7,5	6,1
Instituciones financieras	1,8	1,3	0,9	1,9	6,4	1,8
Sociedades no financieras	-7,7	-0,9	0,7	0,3	1,1	4,3
Posición de inversión neta internacional	-79,3	-93,8	-89,1	-91,4	-92,7	-98,2
Deuda bruta de las Administraciones Públicas	40,2	54,0	61,7	70,5	86,0	93,9
Indicadores monetarios y financieros (f)						
Tipo de intervención semanal del BCE	3,9	1,2	1,0	1,3	0,9	0,5
Tipo de la deuda pública a diez años	4,4	4,0	4,2	5,4	5,8	4,6
Tipo sintético del crédito bancario	6,2	3,8	3,3	4,1	4,1	4,1
Índice General de la Bolsa de Madrid (Base diciembre 1985 = 100)	1.278,3	1.042,4	1.076,5	971,8	767,5	879,8
Tipo de cambio dólar/euro	1,5	1,4	1,3	1,4	1,3	1,3
Tipo de cambio efectivo nominal con países desarrollados (g)	103,3	103,5	101,9	101,8	100,4	101,7
Tipo de cambio efectivo real con países desarrollados (h)	119,0	116,2	113,0	110,6	103,8	102,1
Tipo de cambio efectivo real con la UEM (h)	114,9	111,8	110,4	108,4	103,1	99,9
Financiación total de las familias	4,4	-0,3	0,2	-2,4	-3,8	-5,1
Financiación total de las empresas no financieras	8,2	-1,4	0,7	-1,9	-6,1	-5,1

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Intervención General de la Administración del Estado, AMECO y Banco de España.

a Los datos de la Contabilidad Nacional de España corresponden a la base 2008.

b Índices de volumen. Tasas de variación.

c Tasas de variación, salvo la tasa de paro, que se presenta en nivel.

d Tasa de ocupación (16-64).

e Niveles, en porcentajes del PIB.

f Niveles medios anuales para el Índice General de la Bolsa, los tipos de interés y los tipos de cambio, y tasas de variación para los activos y pasivos financieros.

g Base I TR 1999 = 100.

h Base I TR 1999 = 100. Medidos con costes laborales unitarios.

que, a pesar de las medidas adoptadas, persiste en los mercados financieros de la UEM y que impide la correcta transmisión de los impulsos monetarios hacia las economías —como la española— más duramente afectadas por la crisis. Una actuación decidida sobre las causas que subyacen a esta fragmentación, que sobrepasan el ámbito puramente monetario, contribuiría a la normalización de las condiciones financieras que la recuperación de la economía española requiere.

La actuación en el terreno fiscal, a su vez, se halla constreñida por la imperiosa necesidad de garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas como ingrediente imprescindible del desendeudamiento de la economía, como condición ineludible para el mantenimiento de la confianza y de los flujos de financiación externa.

La política fiscal debe seguir manteniendo como objetivo prioritario la reducción del déficit y la estabilización y posterior disminución del endeudamiento público

La revisión de la senda de ajuste presupuestario el verano de 2013 alivió la restricción presupuestaria en el corto plazo, pero desplazó una parte significativa del esfuerzo fiscal necesario para retornar a la estabilidad presupuestaria al período 2015-2016. Según las estimaciones de la última Actualización del Programa de Estabilidad, el esfuerzo fiscal que exigiría el cumplimiento de la senda de objetivos establecida, aproximado por la variación del saldo estructural primario, sería de alrededor de 2,5 pp, que se sumaría al ya realizado. Esta cifra ilustra el hecho de que el logro de los objetivos presupuestarios no puede fiarse únicamente a la mejoría de la situación cíclica. Según estas mismas estimaciones, solo el estricto cumplimiento de los objetivos programados permitiría detener la trayectoria ascendente de la ratio de deuda pública sobre el PIB a partir de 2015, tras haber alcanzado una ratio del 101,7% del PIB.

En este contexto tan complicado, la política económica debe mantener como objetivo prioritario la reducción del déficit público en la cuantía mencionada. El diseño de un programa de consolidación fiscal de medio plazo bien definido podría contribuir a anclar las expectativas y facilitar la implementación de las medidas necesarias para reconducir la trayectoria del déficit público hacia niveles más confortables.

La composición del ajuste fiscal puede desempeñar un papel relevante en la mejora del potencial de crecimiento a través de un sistema fiscal y de una estructura de gasto más eficiente

El proceso de consolidación fiscal debe venir acompañado también de la definición de una estructura de gastos e ingresos públicos más favorable al crecimiento económico. En el caso del gasto público, se encuentra en marcha un proceso de ajuste que se inició en 2012 con algunas actuaciones en materia de gasto sanitario y en educación, y que ha proseguido con la entrada en vigor de la reforma de la Administración Local, la Ley de Racionalización del Sector Público y otras medidas de reforma administrativa. La culminación de estas reformas resulta esencial para asegurar una contribución del sector público a la actividad económica más eficiente, sentar las bases para lograr un ajuste de carácter duradero en el gasto público y situar las finanzas públicas en una mejor posición para asegurar su sostenibilidad a medio y largo plazo. Este proceso ganaría en profundidad y coherencia si estuviese acompañado de una evaluación y revisión integral del gasto público del conjunto de las AAPP, en línea con las recomendaciones del Consejo Europeo.

En el ámbito de las pensiones, en 2013 se produjeron nuevos avances hacia su sostenibilidad a medio plazo tras la definición en diciembre del denominado «factor de sostenibilidad», que ya contemplaba la reforma de 2011, y la introducción del índice de revalorización de las pensiones. El factor de sostenibilidad, cuya entrada en vigor está prevista para 2019, permitirá incorporar la esperanza de vida en la determinación de las pensiones iniciales. A su vez, el índice de revalorización reemplazó la actualización automática de ese componente del gasto público según la inflación pasada por un nuevo procedimiento que tiene en cuenta la situación financiera de la Seguridad Social y que establece cláusulas suelo y

techo para la cuantía de la revalorización (del 0,25 % en el primer caso, como ha ocurrido para 2014, y del IPC aumentado en un 0,5 % en el segundo). La presupuestación del gasto en pensiones para 2014 (que supone una revalorización del 0,25 %) se ha realizado ya según este criterio.

En el terreno de los ingresos públicos, el Gobierno ha anunciado la aprobación de una reforma del sistema tributario en la segunda mitad de este año para que esté operativa a comienzos de 2015, en cumplimiento de los compromisos asumidos a escala europea. El objetivo de la reforma debería ser subsanar los problemas de los que adolece la tributación en España y que han alcanzado singular visibilidad durante la crisis. Entre los aspectos que se deberían revisar, cabe destacar, en primer lugar, la existencia de tipos legales de las principales figuras tributarias de nivel similar o superior a la media de otros países europeos pero con menor capacidad recaudatoria, lo que cabe atribuir a la amplia batería de beneficios fiscales existente y probablemente a la alta evasión fiscal. Y, en segundo lugar, una estructura tributaria sesgada hacia la imposición directa y las cotizaciones sociales, que resulta más perjudicial para el empleo y la competitividad. Es importante subrayar la necesidad de que los cambios impositivos que se introduzcan permitan, además de una mejora de la eficiencia del sistema tributario, que estos sean plenamente compatibles y coadyuven al proceso de consolidación presupuestaria.

Como paso previo a la adopción de la reforma, el Gobierno encargó a una Comisión de Expertos la elaboración de un informe, que fue publicado en marzo de 2014. Dicho informe plantea unas líneas de reforma que, en conjunto, tenderían a mejorar la eficiencia del sistema impositivo. En concreto, la propuesta descansa en la necesidad de aumentar el peso de la imposición indirecta, lo que permitiría acometer reducciones de magnitud equivalente de las cotizaciones sociales y de los impuestos directos que recaen sobre empresas y familias. Asimismo, propone la eliminación de bonificaciones, reducciones y exenciones fiscales, una mayor neutralidad entre los instrumentos de ahorro, reales o financieros, y la reducción de los incentivos fiscales relativos que actualmente existen a favor del endeudamiento.

El elevado grado de descentralización de las AAPP plantea retos específicos que deben abordarse

Uno de los rasgos destacados de las AAPP españolas es el elevado grado de descentralización de su gasto. Como consecuencia de ello, y como se ha puesto de manifiesto a lo largo de estos últimos años, la actuación de las CCAA resulta crucial tanto para el éxito del proceso de consolidación fiscal como para la definición de una estructura de ingresos y gastos públicos más eficiente. Por este motivo, el proceso de racionalización del gasto público debe contar con la colaboración activa de estas administraciones. Al mismo tiempo, resulta crucial el diseño de un esquema de ingresos públicos adecuado a sus responsabilidades de gasto. En este sentido, la reforma del sistema de financiación de las Administraciones Territoriales que se plantea para la segunda parte de 2014 debería mejorar el vínculo entre la gestión de los gastos y los recursos disponibles para financiarlos por parte de las CCAA.

Las reformas estructurales han de desempeñar un papel esencial para acelerar el ajuste y aumentar la capacidad de crecimiento a largo plazo

Dado el estrecho margen de actuación de las políticas de demanda, las reformas de los mercados de factores y productos constituyen el campo de acción primordial de la política económica para completar los ajustes, minimizar sus costes (véase recuadro 1.2) y contribuir así de manera eficaz a restablecer el potencial productivo de la economía. El ámbito de actuación de estas reformas se encuentra directamente relacionado con la capacidad de crecimiento tanto a largo como, incluso, a corto plazo, pues pueden influir en la remoción de los obstáculos que entorpecen la iniciativa empresarial, el aumento de la productividad, la reasignación de recursos entre sectores y la generación de empleo.

En el contexto actual, el margen para estimular la demanda agregada por medio de los instrumentos convencionales de política monetaria (reducciones de tipos interés) y fiscal (saldos contracíclicos) es escaso. Por ello, una de las principales opciones de política económica para revitalizar la actividad es la aplicación de reformas estructurales que hagan más eficientes y competitivos los mercados de productos y factores.

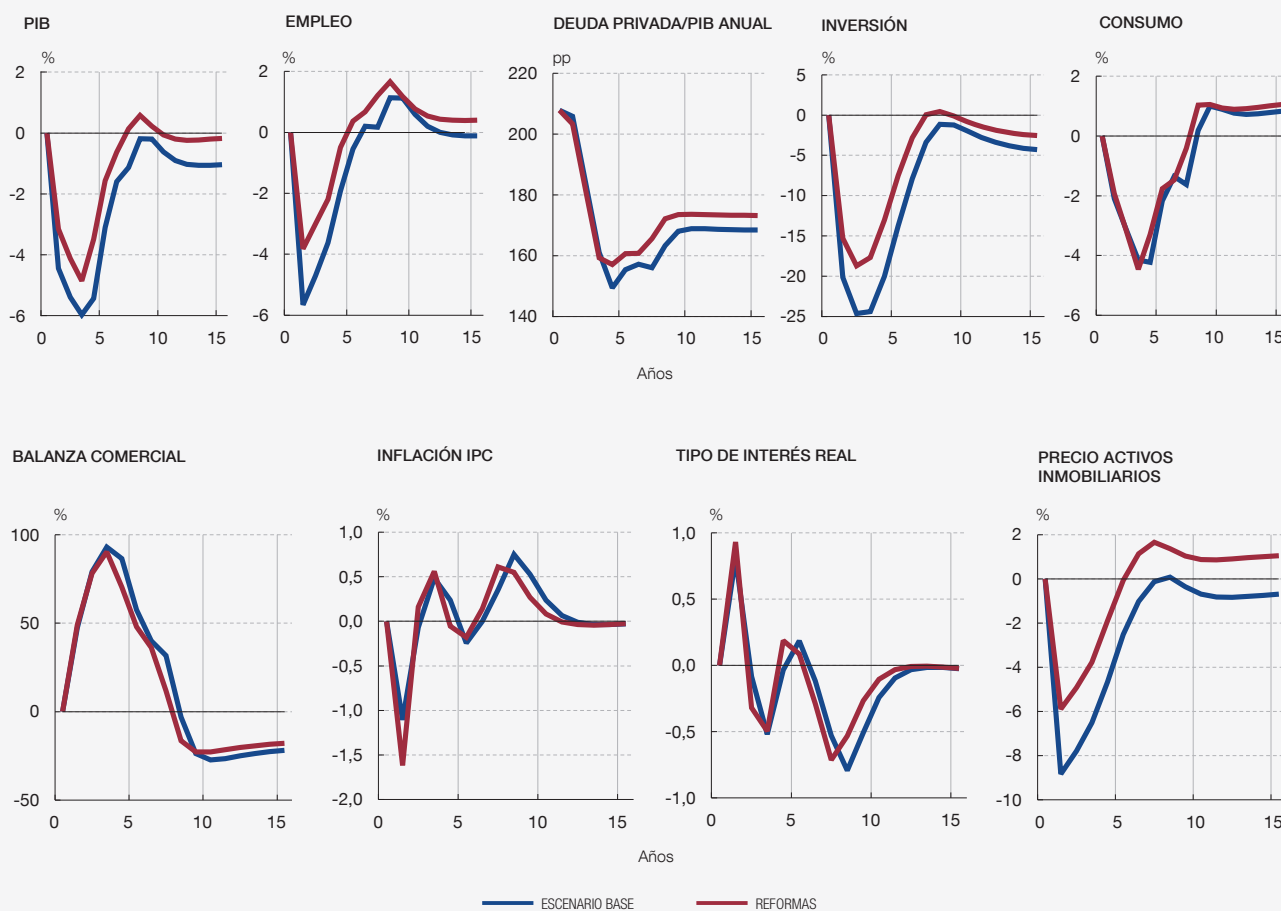
A largo plazo, caben pocas dudas acerca de los efectos positivos de estas reformas: en la medida en que un mercado se hace más competitivo, el volumen de actividad crece, los precios disminuyen y aumentan las oportunidades de mejorar el bienestar de los agentes. A través de las expectativas de estos últimos, que descuentan una mayor capacidad de gasto futura, una parte de los beneficios permanentes de las reformas, normalmente, se materializa en el corto plazo (*canal de expectativas*). Sin embargo, la moderación en los precios que provocan típicamente las reformas estructurales puede dar lugar a aumentos en los tipos de interés reales y, por tanto, a caídas en el gasto de familias y de empresas en el corto

plazo (*canal de tipo de interés*). Además, en presencia de deudas cuyo montante nominal está predeterminado, una moderación en los precios propicia un mayor valor real de los pasivos («efecto Fisher» o *canal de deflación de deuda*¹), con el consiguiente efecto restrictivo sobre los presupuestos de los agentes deudores.

La intensidad relativa de los canales anteriores —expectativas, por un lado, y tipo de interés y deflación de deuda, por otro— determina el signo del impacto a corto plazo de las reformas estructurales. Algunos trabajos recientes han enfatizado que la falta de margen para acometer rebajas de tipos de interés nominales puede ser determinante para inclinar la balanza a favor de los canales contractivos². De este tipo de análisis parecería derivarse la conveniencia de posponer las reformas hasta que sus efectos

1 Véase I. Fisher (1933), «The debt-deflation theory of great depressions», *Econometrica*, vol. 1, pp. 337-357.
 2 Véase, por ejemplo, G. Eggertsson, A. Ferrero y A. Raffo (2014), «Can structural reforms help Europe?», *Journal of Monetary Economics*, vol. 61, pp. 2-22.

1 EFECTO DE REFORMAS ESTRUCTURALES EN UN PROCESO DE DESAPALANCAMIENTO (a)



FUENTE: Banco de España.

a Todas las variables, en desviaciones respecto del estado inicial, excepto deuda privada/PIB, que está en puntos porcentuales.

contractivos puedan ser contrarrestados por políticas macroeconómicas expansivas³.

No obstante, la mayoría de los modelos macroeconómicos empleados en los trabajos anteriores están diseñados para analizar las fluctuaciones propias de un ciclo económico tradicional, más que las derivadas de una crisis macrofinanciera del calado de la actual. En un trabajo reciente, Andrés, Arce y Thomas (2014)⁴ desarrollan un modelo especialmente diseñado para analizar los efectos de las reformas estructurales en un entorno similar al que caracteriza actualmente a la economía española, de desapalancamiento lento, debido a la presencia de un volumen elevado de deuda con vencimiento a largo plazo, y de condiciones de acceso a la financiación restrictivas. Además, el modelo considera que la economía interna forma parte de una unión monetaria que no tiene margen para rebajar el tipo de interés. Las empresas y una parte de los hogares se endeudan utilizando como colateral el valor de sus activos inmobiliarios. Sin embargo, cuando el valor de sus activos cae por debajo de un determinado umbral, se interrumpe la concesión de crédito nuevo y, en ese caso, los deudores se limitan a devolver su deuda viva según los plazos estipulados en sus contratos de deuda.

3 Algunos desarrollos teóricos que apuntan en este sentido pueden encontrarse en los siguientes trabajos: G. Eggertsson (2012), «Was the New Deal contractionary?», *American Economic Review*, vol. 102, pp. 524-555; G. Eggertsson y P. Krugman (2012), «Debt, deleveraging, and the liquidity trap: a Fisher-Minsky-Koo approach», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 127, pp. 1469-1513; y J. Galí y T. Monacelli (2014), *Understanding the gains from wage flexibility: The exchange rate connection*, CEPR discussion paper 9806.

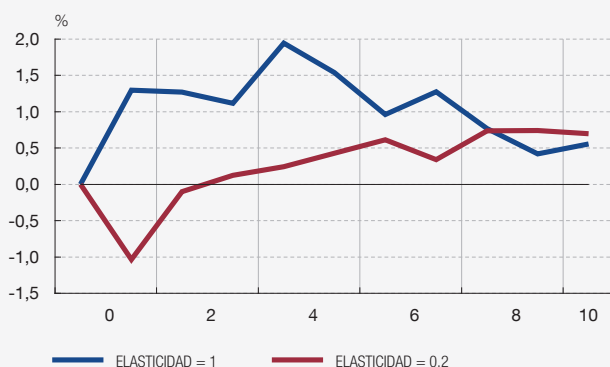
4 Véase J. Andrés, Ó. Arce y C. Thomas (2014), *Structural reforms in a debt overhang*, Documento de Trabajo del Banco de España de próxima publicación.

Se parte de un *escenario base* que incorpora un endurecimiento persistente de las condiciones de acceso al crédito por parte de empresas y de hogares, que supone, en particular, una reducción de los ratios *loan-to-value* de los nuevos préstamos concedidos a estos agentes. Las líneas azules del gráfico 1 muestran la respuesta de la economía ante dicha perturbación financiera (las magnitudes de estas simulaciones son meramente ilustrativas del comportamiento cualitativo del modelo y no deben interpretarse como aproximaciones cuantitativas realistas). La fuerte caída de los precios inmobiliarios y, por tanto, del valor del colateral hace que se contraiga intensamente el flujo de nuevo crédito, lo que da lugar a un proceso lento y prolongado de desendeudamiento privado. La necesidad de empresas y de hogares de generar ahorro para amortizar su deuda y sanear su situación patrimonial les lleva a reducir los niveles de consumo y de inversión. Paralelamente, se produce una mejora del saldo comercial gracias a la ganancia de competitividad a que dan lugar el efecto desinflacionario de la perturbación y la consiguiente contracción de la demanda interna. Dicha mejora, no obstante, no es suficiente para evitar una caída prolongada en el PIB. Cuando el valor de los activos de las empresas y de las familias demandantes de fondos alcanza el umbral mínimo para satisfacer las condiciones de acceso al crédito, se reinicia el flujo de nuevo crédito. A partir de ese momento, se activa un círculo virtuoso de recuperación vigorosa de los precios de los activos, del crédito y de la capacidad de gasto de los agentes. Como resultado de ello, el consumo y la inversión, y también el PIB, comienzan a recuperarse.

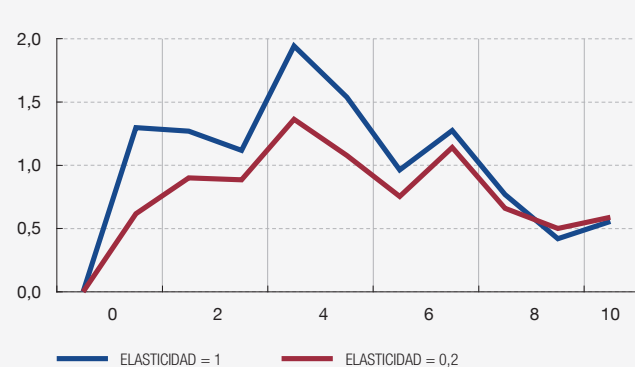
Las líneas granates del gráfico 1 muestran las respuestas de las principales variables cuando se adoptan *reformas estructurales* consistentes en aumentos del grado de competencia en los mercados de productos y de trabajo. Estas reformas inducen una

2 PAPEL DEL SECTOR EXTERIOR EN LA TRANSMISIÓN DE LOS EFECTOS DE LAS REFORMAS (a)

ELASTICIDAD EXPORTACIONES



ELASTICIDAD IMPORTACIONES



FUENTE: Banco de España.

a Los gráficos muestran el efecto diferencial de las reformas estructurales sobre el PIB, es decir, la diferencia entre las dos líneas del panel superior izquierdo del gráfico 1, para distintos valores de las elasticidades de exportaciones e importaciones a los precios relativos.

reducción permanente en los márgenes empresariales y dan lugar a salarios más moderados⁵. En el largo plazo, estas medidas tienen un efecto claramente positivo sobre el PIB y el empleo, pero, además, alivian los efectos negativos del desapalancamiento en el corto y medio plazo. Esto se debe, principalmente, al mejor comportamiento de la inversión. En concreto, la anticipación de los efectos beneficiosos de las reformas en el largo plazo hace que, ya en el corto plazo, empresas y hogares aumenten su demanda de inversión respecto del escenario base. Dicha mayor demanda conlleva una menor caída en los precios de los activos inmobiliarios. Ello contribuye a que el valor patrimonial de los deudores no sufra un deterioro tan acusado y, por tanto, recupere antes el umbral mínimo que justifica la concesión de nuevo crédito. A este efecto positivo sobre la capacidad financiera de las empresas se une una contracción del consumo de estos agentes, que, en el contexto de este modelo, es asimilable a una menor distribución de dividendos (y, por tanto, una mayor acumulación de beneficios no distribuidos).

De este modo, las reformas *adelantan* el final del proceso de desapalancamiento y, por tanto, de la recesión, reforzando así el *canal de expectativas*. Al mismo tiempo, puesto que el flujo de crédito nuevo se desacelera sustancialmente durante la fase de desapalancamiento, las decisiones de gasto privado a escala agregada son relativamente insensibles al aumento del tipo de interés real inducido por el efecto deflacionario de las reformas. Ello hace que el *canal de tipo de interés* pierda intensidad. La combinación de ambos efectos —reforzamiento del canal de expectativas y debilitamiento del canal de tipo de interés— determina un efecto neto positivo de las reformas sobre la actividad y el empleo ya en el corto plazo, que domina al efecto Fisher negativo derivado de una

5 Concretamente, se produce una reducción en los márgenes de precios (es decir, el margen entre los precios de producción y los costes marginales de producción) y de salarios (es decir, el margen entre los salarios abonados a los trabajadores y sus salarios de reserva).

senda de precios más bajos. En este sentido, la presencia de una proporción elevada de deuda a largo plazo —que es un factor esencial en la crisis actual, especialmente en el caso de la deuda hipotecaria de los hogares— opera amortiguando sustancialmente el efecto contractivo a corto plazo del *canal de deflación de deuda*.

Una vía importante en la transmisión de los efectos de las reformas es la del comercio exterior. Como se aprecia en el gráfico 1, las reformas no producen un efecto significativo sobre el saldo comercial en el corto plazo. Esta aparente falta de efecto esconde dos fuerzas contrapuestas: si bien las reformas producen un abaratamiento adicional de los productos nacionales, también producen una mejora de la demanda interna. Este comportamiento del saldo exterior depende en gran medida de la sensibilidad de los flujos comerciales a los precios relativos de los bienes nacionales y foráneos. El panel izquierdo del gráfico 2 muestra el efecto diferencial de las reformas sobre el PIB⁶ para dos calibraciones diferentes de la elasticidad de las exportaciones a los precios relativos: elasticidad unitaria (el valor base⁷), y una elasticidad muy baja, de 0,2. En este último caso, los efectos de las reformas en el corto plazo pasan a ser negativos, debido a la insuficiente contribución positiva de las exportaciones. En el caso de las importaciones (panel derecho), reducir su elasticidad-precio también reduce el efecto positivo de las reformas, aunque sin llegar a cambiar el signo de dicho efecto. Este ejemplo ilustra, por tanto, que una condición clave para que las reformas surtan efectos positivos en el corto plazo es que la ganancia de competitividad resultante se traslade con suficiente intensidad a los flujos comerciales.

6 El efecto diferencial de las reformas sobre el PIB equivale a la distancia vertical entre las dos líneas del panel superior izquierdo del gráfico 1.

7 La calibración de elasticidad unitaria de las exportaciones se basa en estimaciones para España de C. García, E. Gordo, J. Martínez-Martín y P. Tello (2009), *Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española*, Documentos Ocasionales, n.º 0905, Banco de España.

Todos estos aspectos son, además, esenciales para incrementar la resistencia de la economía ante posibles perturbaciones, en un contexto global caracterizado por la persistencia de numerosos factores de incertidumbre.

En los últimos años se han acometido reformas de calado en distintos frentes y sus efectos ya han comenzado a percibirse, particularmente en el proceso de devaluación interna

Las reformas ya adoptadas han propiciado un avance apreciable en el ámbito de la devaluación interna. El aumento de la sensibilidad cíclica de los precios está propiciando una corrección del desfase competitivo gestado durante el último ciclo expansivo, a la vez que la mayor flexibilidad del marco laboral ha favorecido la moderación salarial. También se observa un cambio en el papel que desempeña la inflación pasada en el proceso de determinación de costes y rentas. Se trata de un cambio importante para la adaptación a los requerimientos de la pertenencia a la UEM que ha sido impulsado por varias iniciativas.

En primer lugar, por el último acuerdo para la negociación colectiva firmado por los agentes sociales en 2012, que recomendaba un nuevo marco para definir las cláusulas de indexación salarial tendente a suavizar el impacto sobre los salarios de incrementos de la tasa de inflación motivados por perturbaciones transitorias, como puede ser el provocado por un incremento temporal del precio de los combustibles. Otras actuaciones han tratado de reducir el grado de indexación en otros mercados, como es el caso de la reforma de la Ley de Arrendamientos Urbanos, que elimina la indexación obligatoria de los contratos de alquiler al IPC. Con este mismo objetivo, la entrada en vigor en los próximos meses de la Ley de Desindexación, que será de aplicación para los contratos realizados en el ámbito del sector público (y para algunas partidas de ingresos públicos), ahondará en este cambio de comportamiento, máxime si también se traslada al sector privado, para el que la aplicación de las provisiones de la ley no es obligatoria, pero proporciona los instrumentos para hacerlo en caso de que se optara por ello. Todo ello debería repercutir en que el proceso de formación de los precios se alinee con sus factores fundamentales de oferta y demanda, permitiendo una mejora de los determinantes de la competitividad y evitando la reaparición de algunos de los desequilibrios que agravaron la crisis en España.

Los efectos en términos de la creación de empleo son más incipientes

En términos del empleo, el efecto de la reforma del mercado laboral se empezó a percibir inicialmente en los flujos de destrucción de empleo, que se moderaron ya en 2012, a pesar del aún débil entorno económico. A ello se sumó un repunte inicial de los flujos de creación de empleo en los meses finales de 2013 (que ha continuado en la parte transcurrida de este ejercicio), que se focalizó en las ramas de servicios principalmente y del que participaron el empleo temporal y a tiempo parcial primordialmente. Precisamente para tratar de incidir sobre la dualidad del mercado laboral, en 2013 se establecieron estímulos para la creación de empleo de los colectivos con mayor tasa de desempleo (como es el de jóvenes sin formación), y se tomaron medidas para potenciar la contratación indefinida, mediante la introducción de mayor flexibilidad en las modalidades de contratación a tiempo parcial o a través de la reducción, a principios de este año, de las cotizaciones sociales a los nuevos empleos indefinidos. Este programa de incentivos podría suponer un impulso a la contratación indefinida este año, si bien, de acuerdo con la evidencia disponible sobre el impacto de este tipo de bonificaciones, los efectos sobre el empleo neto serían más inciertos.

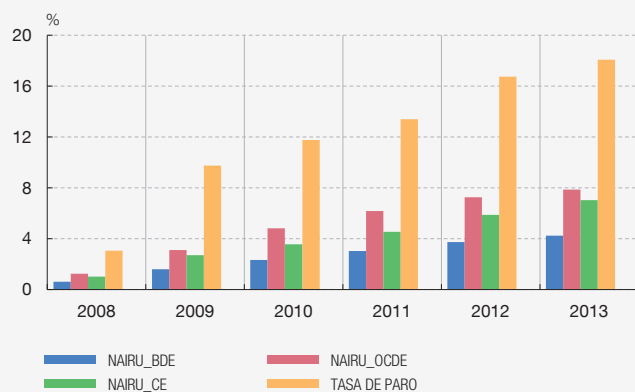
De cara a los próximos trimestres, se espera que, como consecuencia del mayor grado de flexibilidad que el nuevo marco laboral proporciona, la ocupación crezca a tasas que, aunque moderadas, sean elevadas en relación con el avance del producto, lo que comportará necesariamente un perfil decreciente en la evolución de la productividad. No obstante, incluso en este escenario relativamente favorable de creación de empleo, la tasa de desempleo se reducirá lentamente, y los riesgos de que aumente su componente estructural continúan estando presentes (véase recuadro 1.3). Para evitar su materialización es necesario asegurar la continuidad de las mejoras de competitividad y de la recuperación de la ocupación. En este terreno, resulta necesario un seguimiento de los desarrollos del sistema de negociación colectiva, y en particular de los avances en el ámbito de la flexibilidad salarial, singularmente para las empresas de menor tamaño, así como en el grado de descentralización del sistema. La reducción de la tasa de desempleo hasta un nivel comparable con el observado en otros países europeos requiere rediseñar en profundidad el conjunto de las políticas activas de empleo. Las actuaciones recientes en este terreno se han concentrado en avanzar, en coordinación con las CCAA, en el planteamiento de un nuevo sistema de políticas activas que incremente la relación entre los fondos percibidos y la efectividad de los programas llevados a cabo en cada comunidad autónoma. Asimismo, está aún en fase de preparación la estrategia para la aplicación de la garantía juvenil, que deberá ofrecer actividades de formación o apoyo a la búsqueda de empleo a los jóvenes en desempleo.

La tasa de paro de la economía española alcanzó un nivel máximo en el primer trimestre de 2013 (del 26,9 % de la población activa), lo que representa un aumento cercano a los 20 pp respecto al mínimo histórico registrado en el tercer trimestre de 2007. Desde entonces, el desempleo ha seguido una pauta de progresiva reducción, que la ha situado en el 25,9 % en el primer trimestre de 2014. Las últimas proyecciones macroeconómicas del Banco de España, publicadas el pasado mes de marzo, apuntan a la continuación de esta trayectoria en lo que resta de 2014 y en 2015, en un contexto en el que se prevé que la paulatina recuperación de la actividad se traslade con intensidad a la creación de empleo, favorecida por el proceso de moderación salarial observado y su prolongación en el horizonte de proyección. Pese a ello, la tasa de paro de la economía española se mantendría en niveles muy elevados en términos comparados.

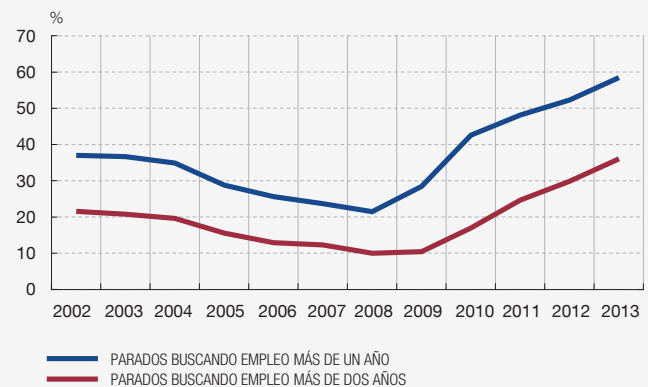
Existen diferentes razones por las que un aumento del paro de naturaleza inicialmente cíclica puede convertirse en persistente generando un aumento del componente estructural del desempleo, mediante lo que se suele denominar un «efecto de histéresis» que dificulta las reducciones posteriores de la tasa de paro, aun en un contexto de reactivación económica. Esta histéresis puede venir provocada por diferentes factores. Así, la permanencia en la situación de desempleo durante un período prolongado puede acabar teniendo efectos permanentes sobre el capital humano de los desempleados, sobre su intensidad de búsqueda de empleo o sobre la percepción de las empresas sobre sus habilidades o formación. Estos efectos pueden ser más importantes en un contexto de reasignación sectorial del empleo en el que las cualificaciones demandadas por las empresas sean diferentes de las que tienen los desempleados.

EL IMPACTO DE LA CRISIS SOBRE EL COMPONENTE ESTRUCTURAL DEL DESEMPLEO

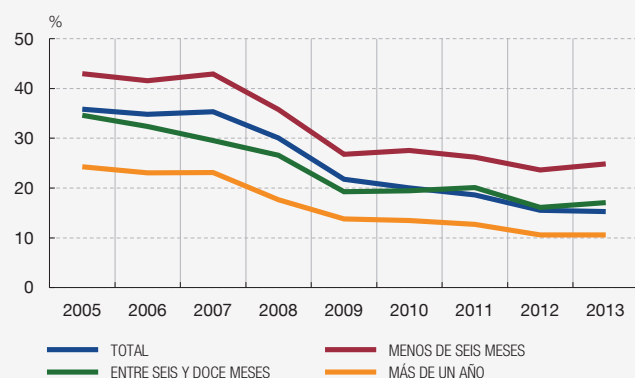
1 AUMENTO ACUMULADO DE LA TASA DE PARO Y DE LA NAIRU ESTIMADA



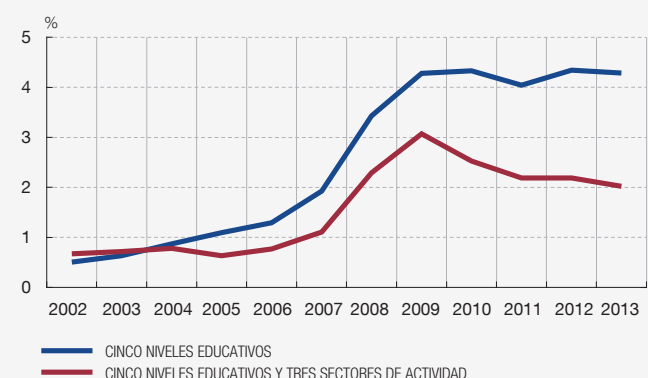
2 INCIDENCIA DEL PARO DE LARGA DURACIÓN (a)



3 TASAS DE SALIDA DEL DESEMPLEO, POR TIEMPO BUSCANDO EMPLEO (b)



4 ÍNDICE DE DESAJUSTE EDUCATIVO (c)



FUENTES: Microdatos EPA (Instituto Nacional de Estadística) y Banco de España.

- a Porcentaje sobre el total de parados.
- b Porcentaje de parados que en el trimestre siguiente se encuentran ocupados.
- c Desajuste entre la distribución por niveles educativos (estudios primarios o menos, secundarios de primera etapa, secundarios superiores, formación profesional y estudios universitarios) de la población ocupada y los desempleados. Cuando se tiene en cuenta la dimensión sectorial, se utilizan tres grandes ramas de actividad (manufacturas, construcción y servicios) y se excluyen tanto los parados en busca del primer empleo como los parados de larga duración, para los que no se dispone de información sobre el sector de actividad.

Una vía para analizar el grado de persistencia del desempleo consiste en estimar la tasa estructural de paro, concepto que se puede interpretar como la tasa de paro de la economía en el medio plazo, una vez que se elimina el impacto de los factores cíclicos. Este componente estructural es, sin embargo, no observable y su estimación está sujeta a una elevada incertidumbre, existiendo distintos enfoques metodológicos que proporcionan resultados diferentes. A continuación, se presentan los resultados de la aplicación de una metodología que consiste en estimar la desagregación entre el componente estructural y el cíclico del desempleo utilizando el enfoque de la curva de Phillips¹. En concreto, se asume una relación entre la evolución del crecimiento salarial y las desviaciones del desempleo respecto a su componente estructural, es decir, el componente cíclico del desempleo. De esta manera, si el desempleo se encuentra por debajo (por encima) de su nivel de equilibrio o estructural, tendería a observarse un mayor (menor) crecimiento salarial, por lo que la tasa de paro estructural, que bajo este enfoque suele denominarse «NAIRU», podría interpretarse como el nivel de esta que fuese compatible con una inflación estable.

En el panel superior izquierdo del gráfico 1 se presenta el aumento acumulado de la NAIRU desde 2008 siguiendo la metodología mencionada. La elevada incertidumbre que rodea siempre estas estimaciones suele aconsejar analizar las tendencias de medio plazo más que los niveles puntuales estimados². Los resultados muestran que la tasa de paro estructural de la economía española habría aumentado alrededor de 4 pp desde el inicio de la crisis³. Las estimaciones disponibles para el caso español realizadas por la OCDE y la CE tienden a ofrecer un aumento algo superior, al mostrar la NAIRU un perfil más procíclico.

Este resultado reflejaría el impacto de los efectos de histéresis sobre la NAIRU. Así, la duración promedio de los episodios de paro ha pasado de alrededor de 2,8 trimestres a superar los 6,5 trimestres en 2013, elevando hasta el 60,7 % el porcentaje de desempleados con más de un año en dicha situación. Se ha observado, además, un aumento muy importante del porcentaje de parados con duraciones muy largas (más de dos años), hasta el 38,9 % del total de desempleados (véase el panel superior derecho del gráfico 1). Este fenómeno se concentra, además, en algunos colectivos, como el de los trabajadores mayores de 50 años o el de los parados con menor formación, para los que este porcentaje se situó alrededor del 50 % a finales de 2013.

Por otra parte, las tasas de salida del paro, que han descendido de manera apreciable para todas las duraciones del desempleo,

han comenzado a mostrar un leve repunte en 2013, al menos para los desempleados con menor duración en el paro (véase el panel inferior izquierdo del gráfico 1). Cabe esperar que la incipiente recuperación permita afianzar esta mejora que, no obstante, será probablemente más lenta entre el colectivo con duraciones más largas⁴. Esta menor ciclicidad de las salidas del desempleo una vez se ha acumulado un tiempo elevado en dicha situación, podría limitar la recuperación agregada de la tasa de salida del desempleo ante una recuperación cíclica.

La persistencia del desempleo podría estar también relacionada con el aumento en el desajuste educativo entre la oferta y la demanda de trabajo que se observa desde el inicio de la crisis. En relación con esta cuestión, en el panel inferior derecho del gráfico 1 se presenta la evolución de un índice de desajuste educativo que intenta medir la discrepancia entre la distribución por niveles educativos de la población ocupada y la de la población desempleada⁵. En principio, se espera que, cuanto mayor sea este desajuste, más difícil resulte el proceso de reabsorción del desempleo. Se observa un claro aumento del nivel de desajuste educativo durante la crisis, producido por la concentración de la destrucción de empleo en aquellos grupos de trabajadores con menor cualificación. Si se tiene en cuenta la dimensión sectorial, la evolución es similar y pone de manifiesto cómo la intensa destrucción de empleo en el sector de la construcción, sobre todo al principio de la crisis, habría provocado un considerable incremento del peso relativo de los desempleados de baja cualificación. Estos resultados indicarían que la reducción del desempleo requerirá un proceso de adaptación de las habilidades de los trabajadores desempleados a los requerimientos de la demanda de trabajo.

En resumen, aunque una parte significativa del incremento del desempleo observado desde el inicio de la crisis está estrechamente asociada al deterioro de las condiciones cíclicas, no es descartable que se haya producido en paralelo un incremento del componente estructural del desempleo, que podría dificultar la reducción del paro en el futuro próximo. Estas dificultades parecen ser especialmente elevadas para determinados colectivos, entre los que se observan duraciones del desempleo muy elevadas. El diseño global de las políticas activas y pasivas de apoyo a los desempleados debería centrarse en aumentar la empleabilidad de estos colectivos, analizando los vínculos con los diferentes mecanismos de protección social y facilitando la flexibilidad salarial.

1 Véase J. Galí (2011), «The Return of the Wage Phillips Curve», *Journal of European Economic Association*, junio, 9 (3), pp. 436-461.

2 Véanse, por ejemplo, Á. Estrada, I. Hernando y J. D. López Salido (2000), *Measuring the NAIRU in the Spanish Economy*, Documentos de Trabajo, n.º 0009, Banco de España; o ECB (2012), *Euro Area Labour Markets and the Crisis*, Occasional Paper n.º 138.

3 Este incremento es también similar al estimado por R. Doménech (2013), «Potential Growth and Structural Unemployment in Spain, EMU and the US», BBVA Research, mimeo, utilizando una metodología alternativa apoyada en la Ley de Okun.

4 En particular, un análisis sobre la probabilidad de salir del desempleo realizado para el período 2005-2013 a partir de los microdatos de flujos de la EPA muestra que esta probabilidad aumenta 2,1 pp ante una mejora del PIB del 1 % para aquellos desempleados de corta duración, mientras que entre las duraciones más largas el impacto de una mejora de la actividad es de solo 1,3 pp.

5 En particular, se utiliza la distribución de la población ocupada y la desempleada de acuerdo con cinco niveles educativos a partir de los datos de la EPA. Para más detalles, véase M. Izquierdo, S. Puente y P. Font (2013), «Evolución del desajuste educativo entre la oferta y la demanda de trabajo en España», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.

Es ineludible acelerar las reformas en los mercados de productos, que permitan incrementar la competencia y mejorar la eficiencia

Ambas iniciativas se desarrollarán a lo largo del presente año, como contempla el Programa Nacional de Reformas (PNR) que remitió el Gobierno a la Comisión Europea el pasado 30 de abril.

Para que el proceso de devaluación interna resulte exitoso es necesario que la reducción de costes laborales se vea acompañada de contención de márgenes y de mejoras de eficiencia en los procesos productivos. En este sentido, la evolución de los márgenes a escala agregada durante la crisis ha estado condicionada, al menos en parte, por los efectos derivados de unas condiciones financieras muy estrictas, como se ha señalado con anterioridad. Sin embargo, este comportamiento también revela la existencia de obstáculos a la competencia en algunos sectores que están dificultando la devaluación competitiva y aumentando sus costes, por lo que es primordial profundizar en las reformas que incrementen la competencia en los mercados de productos e impulsen la calidad comparativa de los bienes y servicios producidos.

En esta línea se enmarcan algunas de las reformas adoptadas en el último año, entre las que destacan la Ley de Emprendedores, la Ley de Garantía de la Unidad de Mercado y la Ley Concursal (que se trata con mayor detalle en el capítulo 2). La Ley de Emprendedores introdujo una serie de medidas fiscales para facilitar la actividad económica de pequeñas empresas, entre las que destacan la simplificación y la reducción de las obligaciones tributarias. A su vez, la Ley de Garantía de la Unidad de Mercado tiene como objetivo eliminar las ineficiencias que pueden surgir como consecuencia de la existencia de diferentes legislaciones autonómicas para la comercialización de productos o la provisión de servicios. En este mismo sentido, se han tomado distintas iniciativas para reducir la duración de los procedimientos judiciales e incidir así en los elevados costes empresariales que origina el elevado número de litigios en España.

Los avances en las reformas de mercados de productos son por tanto significativos, pero en algunos casos la implementación efectiva de estas reformas se enfrenta a grandes dificultades. En particular, la efectividad de los preceptos que contiene la Ley de Garantía de la Unidad de Mercado dependerá críticamente del grado de cooperación que se establezca entre todas las AAPP. Tampoco se está viendo exenta de dificultades la instrumentación de la reforma del sector eléctrico y, con carácter más general, de una política energética que reduzca la elevada dependencia que tiene nuestro país con respecto a la energía importada. En un estadio de implementación más retrasado se encuentra el Anteproyecto de Ley de Servicios y Colegios Profesionales, que propone establecer un régimen general de libertad de acceso y ejercicio en todo el territorio español en el ámbito de los servicios, cuya implantación ha sufrido retrasos que han impedido hasta el momento su aprobación definitiva.

Las mejoras de la eficiencia son también cruciales para apuntalar las ganancias de competitividad, y en particular para incrementar el crecimiento potencial de la economía en el medio plazo. Su papel es aún más importante en un contexto en el que las proyecciones demográficas disponibles anticipan caídas de la población que plantean importantes retos para el crecimiento a largo plazo y la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio y largo plazo.

La liberalización de los mercados de productos y servicios ya mencionada es un ingrediente básico de una estrategia de incremento de la productividad. Asimismo, estas actuaciones deben acompañarse de medidas destinadas a mejorar el capital humano y productivo de la economía. En este sentido, la Ley Orgánica para la Mejora de la Calidad

Educativa modifica diversos aspectos de la organización del sistema educativo español, si bien los retos a los que se enfrenta la economía hacen necesario complementar esta medida con reformas de calado en la enseñanza universitaria y en la formación profesional, aspecto este último que se desarrolla en el ya mencionado PNR.

En definitiva, la consolidación fiscal y la profundización en la agenda de reformas son los instrumentos fundamentales con los que cuenta la política económica para consolidar la superación de la crisis y contribuir al arraigo del incipiente crecimiento y de la creación de empleo, que son las únicas bases sólidas para afrontar el necesario desendeudamiento de la economía y la incertidumbre todavía presente en los ámbitos internacional y europeo.